



## **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS**

### **Informe sobre Deudas, Obligaciones y Contingencias del Estado**

**22 de Junio del 2001**

# ÍNDICE

## Resumen Ejecutivo

## Cuadro Resumen de Principales Indicadores

## Introducción

### I. Marco Conceptual

1. Necesidades de Financiamiento
  - 1.1 Presupuesto del Estado
    - a. Fuentes Presupuestarias
    - b. Usos Presupuestarios
    - c. Superávit/Déficit Primario
  - 1.2 Flujo Económico del Estado
  - 1.3 Pasivos del Estado
    - a. Deuda Pública
    - b. Obligaciones del Estado
    - c. Contingencias
  - 1.4 Hoja de Balance del Estado
2. Fuentes de Financiamiento
  - 2.1 Financiamiento Interno
    - a. Privatizaciones y Concesiones
    - b. Préstamos Locales
    - c. Mercado Local de Capitales
  - 2.2 Financiamiento Externo
    - a. Préstamos de Organismos Multilaterales
    - b. Club de París
    - c. Deuda Comercial
    - d. Emisiones en el Mercado Internacional
3. Riesgos en la Administración de Pasivos del Estado
  - 3.1 Riesgos de Mercado
  - 3.2 Riesgos de Renovación
  - 3.3 Riesgos de Liquidez
  - 3.4 Riesgos Operativos
  - 3.5 Riesgo País
  - 3.6 Riesgo Crediticio
  - 3.7 Riesgo Político
4. Herramientas de Administración de Pasivos del Estado
  - 4.1 Renegociación de Deudas
  - 4.2 Canjes por Donación e Inversión
  - 4.3 Canje de Deuda Antigua por Nueva Deuda (Swaps)
  - 4.4 Recompra de Deuda
  - 4.5 Operaciones de Cobertura
  - 4.6 Operaciones de Prepago

## **II. Tendencias Internacionales en la Gestión de Pasivos del Estado**

1. Mejores Prácticas Internacionales
  - 1.1. Lineamientos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional
  - 1.2. Necesidad de una Estrategia de Largo Plazo
  - 1.3. Objetivos Claros
  - 1.4. Marco Legal Adecuado
  - 1.5. Administración de Riesgos
  - 1.6. Gestión Transparente y Responsabilidades Claras
2. Modelos de Gestión de Pasivos del Estado
  - 2.1 Estructura Organizacional Moderna
    - a. Front Office
    - b. Middle Office
    - c. Back Office
  - 2.2 Modelos Organizacionales
3. Experiencias Internacionales
  - 3.1 Caso Irlandés
  - 3.2 Caso Belga
  - 3.3 Caso Neo Zelandés
  - 3.4 Caso Brasileiro

## **III. Marco Legal y Organizacional Peruano**

1. Prácticas Contables e Información
  - 1.1. Presupuesto
  - 1.2. Balance del Estado
    - a. Gobierno General
    - b. Empresas Públicas (Fonafe)
  - 1.3. Prácticas Contables
  - 1.4. Sistemas de Información
2. Marco Legal
  - 2.1. Parámetros y Autorización de Endeudamiento
  - 2.2. Administración y Ejecución de Endeudamiento Público
  - 2.3. Fiscalización y Control
  - 2.4. Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal
  - 2.5. Vacíos y Defectos del Marco Legal Vigente
3. Estructura Organizacional
  - 3.1. Dirección General de Crédito Público
  - 3.2. Comité de Deuda Externa
  - 3.3. Órganos de Apoyo

## **IV. Diagnóstico del Portafolio de Pasivos del Estado**

1. Evolución Histórica de la Deuda Externa
  - 1.1. Período 1970-1980
  - 1.2. Período 1980-1990
  - 1.3. Período 1990-2000
2. Portafolio Actual de la Deuda Pública
  - 2.1 Stock de la Deuda Pública
    - a. Deuda Interna
    - b. Deuda Externa
  - 2.2 Estructura por Monedas y Tasas de Interés
  - 2.3 Servicio de Deuda Proyectado

- 2.4 Costo Financiero
- 2.5 Ratios de Sostenibilidad
- 3. Identificación de Riesgos en el Portafolio de Deuda Pública Peruana
  - 3.1. Riesgos de Mercado
  - 3.2. Riesgos de Renovación y Liquidez
  - 3.3. Riesgo País
  - 3.4. Riesgos Político
- 4. Diagnóstico de las Obligaciones y Contingencias del Estado

## **V. Alternativas de Financiamiento 2001-2004**

- 1. Necesidad de Financiamiento 2001-2004
- 2. Coyuntura del Mercado de Capitales en el 2001
- 3. Oportunidades de Financiamiento 2001-2004
  - 3.1. Financiamiento Interno
    - a. Privatizaciones y Concesiones
    - b. Préstamos Locales
    - c. Mercado Local de Capitales
  - 3.2. Financiamiento Externo
    - a. Préstamos en Organismos Multilaterales
    - b. Deuda Comercial
    - c. Emisiones en el Mercado Internacional
- 4. Oportunidades de Administración de Pasivos 2001-2004
  - 4.1 Renegociación de Deudas
  - 4.2 Canjes por Donación e Inversión
  - 4.3 Canje de Deuda Antigua por Nueva Deuda (Swaps)
  - 4.4 Recompra de Deuda
  - 4.5 Operaciones de Prepago
  - 4.6 Operaciones de Cobertura
- 5. Financiamiento Previsible

## **VI. Agenda Pendiente**

- 1. Elaboración del Balance del Estado
  - 1.1 Inventario Centralizado de Obligaciones y Contingencias
  - 1.2 Inventario Valorizado de Activos del Estado
- 2. Desarrollo del Mercado Local de Deuda Soberana
  - 2.1 Mercado de Dinero
  - 2.2 Tipos de Instrumentos
  - 2.3 Base de Inversionistas
    - a. Empresas Públicas
    - b. Fondos de Pensiones
    - c. Fondos Mutuos
  - 2.4 Sistema de Distribución
- 3. Definir Estrategia de Largo Plazo
  - 3.1. Estrategia de Administración Activa de Pasivos y Riesgos
  - 3.2. Crear un Portafolio Marco
- 4. Dotar de autonomía y flexibilidad a la Oficina de Deuda Pública
- 5. Prepararse para una emisión en el Mercado Internacional de Capitales

## **VII. Bibliografía y Fuentes**

## **Anexos**

- A. Detalle de la Deuda Pública Interna de carácter previsional con la Oficina de Normalización Previsional y otras instituciones.
- B. Detalle de la Deuda Pública Interna con el Banco de la Nación
- C. Detalle de la Deuda Pública Interna con Cofide
- D. Detalle de la Deuda Pública Externa con el Club de París
- E. Detalle de la Deuda Pública Externa con los Organismos Multilaterales
- F. Detalle de la Deuda Pública Externa con la Banca Comercial
- G. Detalle de la Deuda Pública Externa con Proveedores sin Garantía
- H. Lista Preliminar de las Obligaciones del Estado
- I. Lista Preliminar de las Contingencias del Estado
- J. Proyecto de Ley sobre el registro y provisión de contingencias del Estado.
- K. Análisis Costo Beneficio de la Propuesta recomendada
- L. Proyecto de Ley de Creación del Instituto de Gestión de la Deuda Pública

## Resumen Ejecutivo

La situación actual del Estado peruano en materia de Deudas, Obligaciones y Contingencias se puede asemejar a la de muchas empresas que atraviesan problemas financieros. En muchos casos las empresas cuentan con potencial de desarrollo pero a su vez deben soportar una carga financiera que les resta capacidad financiera para consolidar su posición en el mercado. Por una serie de razones las empresas incrementan su carga financiera y recurren a endeudamiento poco favorable con tal de seguir operando. Para una empresa con estas características la solución no es necesariamente salir inmediatamente a emitir un bono corporativo, vender equipos o recurrir a nuevas líneas de financiamiento para reducir deuda bancaria.

Antes de considerar esta alternativa requieren de un gerente financiero que evalúe la situación de sus activos y pasivos a corto y largo plazo, y recomiende una estrategia para mejorar la disponibilidad de caja, reducir su exposición a riesgos financieros y empezar a estructurar el balance de la empresa de manera que pueda pensar seriamente en tener una posición más agresiva en los mercados de capitales.

En la actualidad, el Estado peruano enfrenta una situación similar. Está saliendo de una recesión prolongada y, dependiendo de las circunstancias podría preverse ciertas dificultades para cumplir con los pagos de todas sus obligaciones, incluyendo la deuda pública externa en los próximos años. Como en el caso de la empresa, la solución no es necesariamente salir a los mercados internacionales y aprovechar una coyuntura financiera externa aparentemente favorable para empezar a colocar papeles de deuda. Antes de ello, debe evaluar en forma integral su situación financiera y las perspectivas que le ofrecen los mercados financieros y de capitales internos y externos en el corto, mediano y largo plazo. Así, considerando para el período 2001-2004 una presión tributaria promedio anual de 14,5% del PBI, ingresos corrientes por año del orden de los US\$8,200 millones y requerimientos presupuestarios de US\$10,000 millones en promedio, el Estado peruano tiene necesidades de financiamiento del orden de US\$ 7,700 millones para los siguientes 4 años (US\$ 1,803 para el 2001, US\$ 1,828 para el 2002, US\$ 2,038 para el 2003 y US\$ 2,033 para el 2004). Todo ello, sin incluir el pago de obligaciones provenientes de mandatos judiciales (como la reciente decisión del Tribunal de Garantías Constitucionales respecto de los bonos de Reforma Agraria)<sup>1</sup>.

Si se alcanza tasas de crecimiento anuales de entre 5 y 6% y un crecimiento de inversión privada de 10% promedio anual, el Estado peruano estaría en mejores condiciones para acceder a nuevas fuentes de financiamiento. Esa posición se vería reforzada si se adopta una política que considere a la deuda pública como un instrumento de desarrollo a mediano y largo plazo, enmarcado dentro de un esquema de política fiscal y monetaria coherentes.

---

<sup>1</sup> A continuación de este resumen ejecutivo se incluye un resumen de los principales indicadores relacionados con el tema de la deuda.

El manejo de la deuda pública (tanto interna como externa) y de las obligaciones y contingencias del Estado cobra cada vez mayor importancia debido a los compromisos de servicio de deuda externa pactados para los próximos años, a la necesidad de financiar el déficit fiscal con mayor endeudamiento y al perfil político del tema. Debido a ello, resulta impostergable diseñar e implementar una estrategia integral de administración de pasivos del Estado que sirva como un instrumento de desarrollo.

**Perfil de la Deuda Pública.** Al 31 de mayo del 2001, el perfil de las deudas del Estado era el siguiente:

- La deuda pública peruana, tanto interna como externa, ascendía a US\$ 22,200 millones, equivalente a 41% del PBI. De ello, solo 15% corresponde a deuda interna.
- El servicio de la deuda externa para el período 2001-2004 implica montos del orden de aproximadamente US\$ 2,000 millones anuales los cuales equivalen a 30% de las exportaciones, al 30% de los ingresos tributarios del sector público no financiero y al 4% del PBI.
- Adicionalmente a la deuda pública registrada, el Estado Peruano enfrenta obligaciones y contingencias, entre las que se encuentran la deuda previsional del Estado y la deuda por los bonos de la Reforma Agraria, entre otros; de las cuales, en la actualidad no se dispondría de un registro ni de una evaluación centralizada. Una evaluación preliminar del estado actual de las obligaciones y las contingencias del Estado peruano, muestra que esta cifra podría ascender a US\$ 44,700 millones, la misma que, sin embargo, no representa presión alguna sobre la caja fiscal en el corto plazo, ya que se cancelará con recursos presupuestales ordinarios o nuevas emisiones de bonos durante los próximos 30 años.

**Financiamiento.** En el pasado, debido en parte tanto a las condiciones de mercado como a la manera en que se manejó el tema, el Perú ha dependido fundamentalmente de los organismos multilaterales (Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y Corporación Andina de Fomento) para su fondeo. En los últimos años, el Perú no ha tenido acceso al mercado internacional de bonos y el mercado local de deuda pública no está suficientemente desarrollado<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Con el objetivo de promover el mercado local de capitales, el 28 de mayo del 2001 el Gobierno presentó al Congreso de la República 4 proyectos de Ley basados en los resultados de la Consulta Ciudadana del Documento de Trabajo "Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores", publicado en El Peruano el 23 de mayo.

- El 75% de la deuda externa está concentrado en mercados no líquidos y pocos flexibles, tales como el Club de París y los Organismos Multilaterales, que si bien presentan condiciones favorables de tasas y plazos, no son renegociables.
- El único instrumento peruano de cotización internacional son los bonos Brady, que equivalen al 15% de la deuda pública externa. Estos son menos líquidos que los Bonos Globales, son difíciles de valorizar y generan una distorsión de aproximadamente 150 puntos en la curva de cotizaciones de los mercados de capitales, incrementando, así la percepción del riesgo-país y la capacidad de endeudamiento.
- El mercado local de deuda ha tenido un desarrollo bastante discreto en los últimos años, no obstante que instituciones como el Banco Mundial estiman que éste tiene un potencial de crecimiento de US\$ 400 a 600 millones anuales.
- Así, el stock de Bonos del Gobierno colocado en el mercado local asciende a US\$ 1072, de los cuales 76% está denominado en dólares.
- Con el objeto de financiar la devolución de impuestos, en lo que va del año se colocaron S/.350 millones de Bonos Soberanos, como parte de un programa de un total de S/. 500 MM.

El financiamiento a través del mercado local es una alternativa que debe desarrollarse e implementarse. En el mediano plazo, el desarrollo de mercado local de capitales permitirá al Perú tener un portafolio de deuda con menor exposición de riesgos de refinanciamiento y cambiario, además de dinamizar el mercado de capitales en general.

**Estrategia de manejo de deuda.** La estrategia de los últimos 10 años fue exitosa en el proceso de reinserción al ámbito financiero internacional y en regularizar los atrasos en el pago del servicio de la deuda externa ocasionado en los ochenta<sup>3</sup>. Dicha estrategia, que se tradujo en condiciones favorables de tasas y plazos, implicó básicamente regularizar atrasos a través del Plan Brady y de las renegociaciones del Club de París. Culminada la reinserción internacional del Perú, desde 1996 la urgencia de regularizar los atrasos no fue sustituida por operaciones para mejorar el perfil de la deuda y sentar las bases para optimizar su administración en el futuro.

- El 53% de la deuda pública está denominada en dólares americanos, 14% en yenes, 11% en euro y tan sólo 7% (bonos de reconocimiento) en nuevos soles.

---

<sup>3</sup> La política de no pago de la deuda externa durante el período 1985-1990 significó acumular intereses, moras y multas de más de US\$ 7 mil millones (aproximadamente el 37% del total de deuda vigente).



- El 62% de la deuda se encuentra pactada a tasa flotante y el 38% esta en tasa fija. Dentro de las tasas flotantes Libor 6M es la que mayor importancia tiene (32.6%) (aunque los bonos Brady están considerados como tasa flotante, recién empezarán a variar con la Libor 6M a partir del 2005).
- El 34% de la deuda pública interna corresponden a préstamos, de los cuales el 85% tiene como acreedor al Banco de la Nación y el 80% está pactada a tasa Libor 6M. El 82% del servicio de esta deuda, para el segundo semestre del 2001 y para el año 2002, está en dólares, 11% en nuevos soles y 7% en yenes.
- La deuda pública interna en bonos es el 66% de la deuda interna total, de los cuales el 48% tiene como principal acreedor a la Oficina de Normalización Previsional (ONP). El servicio de la deuda interna para el segundo semestre del año y todo el 2002 está concentrado en dólares (87%) y el resto en nuevos soles (13%).

Se requiere implementar una estrategia de mediano y largo plazo de la administración de la deuda y obligaciones del Estado con el objetivo de acceder a los mercados internacionales y desarrollar un mercado local. Esta estrategia debe tener como objetivos la diversificación de fuentes de fondeo y una activa administración de pasivos de manera de lograr un portafolio que equilibre adecuadamente los costos y los riesgos. Asimismo, es necesario ver la deuda pública como un instrumento técnico de desarrollo a mediano y largo plazo, enmarcado dentro de un esquema de política fiscal y monetaria coherente.

**Marco Legal.** El marco institucional vigente no permite un manejo eficiente y transparente de los pasivos del Estado. El marco legal actual no establece mandatos claros respecto a objetivos, administración de riesgos y obligación para desarrollar una estrategia de administración de pasivos con visión de mediano y largo plazo.

- Si bien la ley vigente autoriza la realización de operaciones de cobertura, éstas no se realizan por falta de una reglamentación específica.
- No existe la obligación de registrar ni provisionar, y menos aún existe un registro centralizado de las obligaciones y contingencias del Estado. La información sobre los procedimientos judiciales o arbitrales que podrían dar lugar al reconocimiento de un obligación por parte del Tesoro, se encuentra dispersa entre las distintas Entidades del sector público nacional.
- El marco institucional vigente no incentiva la identificación y pago de las obligaciones y contingencias tan pronto como ellas resultan exigibles, por ejemplo no existe sanción para los funcionarios que posterguen el pago de obligaciones del Estado.
- Históricamente, el manejo de obligaciones públicas ha sido llevado con falta de transparencia lo que ha generado suspicacia con relación al tema.

Hay países que han implementado modelos exitosos en la administración de los pasivos del Estado, que les ha permitido mantener portafolios razonables de deuda a costos manejables y con niveles de riesgos controlados.

Independientemente de las decisiones de endeudamiento futuro, el Perú debe administrar su stock de deuda existente y mitigar los riesgos inherentes a su composición. Al hacerlo debe crear las condiciones para un manejo eficiente y transparente de las deudas, obligaciones y contingencias del Estado.

En esta línea, el Ministerio de Economía y Finanzas presenta el documento de trabajo “Deudas, Obligaciones y Contingencias del Estado” que describe la situación de los pasivos del Estado y propone medidas y una estrategia integral para el manejo del tema que nos permita, como país, obtener el financiamiento adicional que se requerirá para cubrir las obligaciones de los años venideros.

El documento de trabajo se divide en 6 capítulos, que desarrollan el marco conceptual, las tendencias internacionales en la gestión de los pasivos del Estado, el marco legal y organizacional peruano, el diagnóstico del portafolio de pasivos del Estado, las alternativas de financiamiento para el período 2001-2004 y la agenda pendiente de los temas inherentes al manejo de deuda, obligaciones y contingencias del Estado.

Las principales propuestas del documento se refieren a la implementación de una estrategia de manejo integral de los pasivos del Estado, que considere:

- La elaboración de un **Balance del Estado**, que registre los activos financieros y no financieros, los pasivos y el patrimonio neto del Sector Público, así como información sobre las contingencias;
- El desarrollo y fortalecimiento del **mercado local** de deuda, a través de emisiones de bonos del Tesoro;
- La **administración activa** de los pasivos del Estado (ALM), que involucre un esquema dinámico de manejo de portafolio y de coberturas de riesgo, buscando maximizar la búsqueda de oportunidades tanto en el mercado interno como externo, y estableciendo para ello un portafolio óptimo (*benchmark*);
- Fortalecer la **autonomía en la gestión de la oficina** encargada de la administración de la deuda pública, dotándola de flexibilidad y capacidad de gestión moderna; y
- Avanzar en la preparación de la **documentación requerida** para una emisión de títulos en los mercados financieros internacionales.

A través del presente documento de trabajo, se busca sentar las bases para iniciar un diálogo abierto del manejo de los pasivos del Estado, definir su rol en el desarrollo nacional y listar prioridades sobre la agenda para optimizar el manejo de los pasivos del Estado, con una visión integral que considere la deuda como un instrumento de desarrollo de mediano y largo plazo.

Para ello, se requiere el apoyo y participación de los analistas, gremios, organismos multilaterales, formadores de opinión y demás expertos, a quienes convocamos para que participen en la discusión de los temas propuestos.

Lima, 22 de junio del 2001.

# Cuadro resumen de principales indicadores relacionados a las deudas, obligaciones y contingencias del Estado

(Al 31 de mayo del 2001, millones de US\$)

<b>I Deuda Pública <sup>1/</sup></b>	<b>22.200</b>
<b>a. Deuda Externa</b>	<b>18.654</b>
Club de París	7.949
Organismos Multilaterales	5.844
Banca Comercial	3.727
Proveedores sin Garantía	918
Países Latinoamericanos	77
Otros	140
<b>b. Deuda Interna</b>	<b>3.546</b>
Banco de la Nación	1.436
Oficina de Normalización Previsional <sup>2/ 3/</sup>	1.054
Cofide	575
Otras instituciones <sup>4/</sup>	168
Fondo Nacional de Vivienda <sup>4/</sup>	153
Banco Central de Reserva del Perú	104
Cavali	55
<b>II Inventario Preliminar de Obligaciones <sup>5/</sup> y Contingencias <sup>6/ 7/</sup></b>	<b>44.696</b>
<b>a. Obligaciones del Sector Público Consolidado</b>	<b>23.528</b>
Reserva pensionaria de los pensionistas del DL 20530 <sup>8/</sup>	16.443
Reserva pensionaria de los pensionistas del DL 19990 <sup>9/</sup>	5.304
Otras obligaciones	1.781
<b>b. Contingencias del Sector Público Consolidado</b>	<b>21.167</b>
Reserva actuarial de trabajadores activos del DL 19990 <sup>9/</sup>	7.687
Reserva actuarial de trabajadores activos del DL 20530 <sup>10/</sup>	5.077
Déficit actuarial de la Caja de Pensiones Militar y Policial <sup>11/</sup>	2.407
Otras contingencias	5.996
<b>III Cuentas por Cobrar <sup>12/</sup></b>	<b>488</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público y Dirección Nacional de Presupuesto Público / Ministerio de Economía y Finanzas; Superintendencia de Banca y Seguros; Oficina de Normalización Previsional; Ministerio de Justicia; Ministerio de Defensa y 1/ Adeudado por el Gobierno Central, el mismo que incluye a los Ministerios, instituciones públicas adscritas a los pliegos presupuestales, Universidades, Gobiernos Regionales, Fonavi y Mivivienda.

2/ Al 31 de mayo el Fondo Consolidado de Reservas tiene un fondo de \$1,100 millones de dolares para respaldar la deuda

3/ Esta cifra considera los valores nominales de la emisión de bonos de reconocimiento en los años 1992 y 1996, por lo que no incluye el ajuste por índice de precios al consumidor.

4/ Estas deudas eran de algunas dependencias públicas con el Estado, las mismas que están registradas como deuda pública. Sin embargo en un proceso de consolidación, estas deberán desaparecer.

5/ Son aquellas deudas que se sabe que existen, pero no están debidamente cuantificadas, ni formalizadas a través de una norma legal. También se considera aquellas deudas pendientes de pago que no han sido incluidas en el Presupuesto Anual.

6/ Se considera como contingencia aquella obligación que potencialmente podría convertirse en una deuda real de largo plazo.

7/ Las obligaciones y contingencias pertenecen al Sector Público Consolidado, el mismo que está conformado por todas las dependencias públicas tales como los ministerios, instituciones y empresas públicas, gobiernos locales, gobiernos regionales, universidades y organismos autónomos.

8/ El valor de la reserva pensionaria es calculada sobre la base de datos del Registro 20530 de 1996, este valor es la deuda total del Sector Público Consolidado dentro de la cual se encuentra la deuda del Gobierno Central.

9/ US\$ a diciembre del 2000.

10/ El valor de la reserva actuarial es calculada sobre la base de datos del Registro 20530 de 1996, este valor es la deuda total del Sector Público Consolidado dentro de la cual se encuentra la deuda del Gobierno Central.

11/ Calculado a una tasa de interés de 6% para ser amortizado en 30 años, esto representaría un pago de S/. 586 millones anuales.

12/ Este es un activo contingente del Gobierno Central que comprende el saldo por recuperar de los recursos comprometidos por el Estado en el 1er programa de canje de bonos por cartera, en bancos en liquidación (sin incluir los bancos NBK y Nuevo Mundo) y en el caso del Banco Latino.

## **Introducción**

Un rol primordial del Estado es la provisión de servicios a la población, los mismos que pueden ser divididos en cinco áreas prioritarias: educación, salud, infraestructura básica, justicia y seguridad. El Estado debe garantizar que toda la población tenga acceso a servicios de educación y de salud adecuados que le permita obtener ingresos propios mediante un empleo de alta productividad. Debe, además, proveer la infraestructura básica para garantizar que el país esté integrado y evitar que ciertas regiones queden marginadas por obstáculos geográficos. Además, debe atender, en forma prioritaria, la justicia y la seguridad externa e interna, que son bienes públicos de importancia elemental que sólo puede proveer el Estado.

Para cumplir con la provisión de servicios que le corresponde, el Estado necesita recaudar. Sin embargo, es muy importante que asegure un financiamiento adecuado de sus gastos, principalmente mediante ingresos tributarios. Si no puede cubrir sus gastos mediante ingresos propios, se generan déficits fiscales que, de no ser adecuadamente financiados, a la larga minarán el crecimiento de la actividad económica, ya que limitan la participación del sector privado en la economía, manteniendo bajos sus niveles de eficiencia y competitividad.

Para cubrir sus necesidades presupuestales, el gobierno tiene dos fuentes de financiamiento, ya sea en el mercado local o en el mercado internacional. En el primer caso, una posibilidad es la de emitir deuda interna. En segundo lugar, el gobierno puede emitir deuda en el mercado externo. Ambas posibilidades incrementan la deuda del país por lo que se requiere un manejo integral y eficiente de los pasivos del Estado.

Es más el mundo globalizado y las últimas crisis globales han evidenciado la necesidad de una coordinación muy cercana de las políticas económicas y monetarias con la política de administración de deuda. Aquellos países que tenían una estrategia integral de largo plazo del manejo de deuda pública, reflejado en Oficinas de Deuda muy fuerte, son los que mejor enfrentaron la crisis.

Por ello, el reto del Estado Peruano es asegurar un manejo financiero integral de los activos y pasivos que apoyan la estrategia nacional de desarrollo sostenido y de mejora del bienestar de la población.

### **I. Marco Conceptual**

Una estrategia integral del manejo de la deuda pública debe tener como objetivo asegurar que las necesidades de financiamiento del gobierno así como el cumplimiento de sus compromisos de pago se satisfagan, en el mediano y largo plazo, minimizando su costo y administrando un nivel de riesgo prudente.

Antes de estimar los requerimientos de financiamiento, un primer elemento que un gobierno debe evaluar es cuáles son sus activos y pasivos. Estos últimos

incluyen no sólo la deuda<sup>4</sup>, sino también las obligaciones y contingencias<sup>5</sup>. La elaboración de una hoja de Balance del Estado se constituye en un elemento necesario, previo a la estimación de las necesidades de financiamiento, ya que reflejaran la verdadera posición financiera del Estado.

Un segundo elemento a analizar, está referido a la fuente de financiamiento. El gobierno puede recurrir tanto al financiamiento interno como externo, destinados a obtener fondos adicionales al presupuesto. Un tercer elemento, a tener en consideración son los tipos de riesgos a los que se enfrenta el gobierno al administrar sus pasivos. Estos pueden ser riesgos de mercado, de refinanciamiento, de liquidez, riesgo crediticio, riesgo político y el conocido riesgo-país, entre otros. En cuarto lugar, un gobierno cuenta con los herramientas de administración de pasivos, entre estos destacamos por ejemplo, la renegociación de deudas, el canje de deuda por donación e inversión y la recompra de deuda. Dichas operaciones tienen por objetivo mejorar el servicio futuro de la deuda; o disminuir la exposición de los riesgos de tasa de interés y /o de tipo de cambio.

A continuación se analizan cada uno de estos elementos con el fin de contar con un marco de conceptual de referencia respecto del manejo de los pasivos del Estado.

## 1. Necesidades de Financiamiento

En esta sección se describe en primer lugar, el Presupuesto del Estado, destacando las fuentes y los usos de los recursos presupuestarios. En segundo lugar, se presenta el flujo económico del Estado indicando las formas en las cuales el Gobierno puede financiar su presupuesto, para luego definir los pasivos del Estado, y finalmente describir la necesidad del gobierno de elaborar un Balance del Estado como su contenido.

### 1.1 Presupuesto del Estado

El Estado para realizar las actividades que le han sido encomendadas requiere de recursos (fuentes) que son aplicados a los destinos (usos) que la Ley de Presupuesto establece.

FUENTES:	USOS:
<ul style="list-style-type: none"><li>• Ingresos</li><li>• Corrientes</li><li>• Capital</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Gastos</li><li>• Corrientes</li><li>• Capital</li></ul>

---

<sup>4</sup> El término deuda se refiere a la deuda pública interna y externa, que está registrada y que el gobierno ha comprometido su pago, el mismo que figura dentro de su Presupuesto Anual.

<sup>5</sup> Las obligaciones incluyen toda deuda que si bien se sabe de su existencia, no están cuantificadas, ni se sabe como se pagarán; mientras que las contingencias son aquellas potenciales deudas que podrían convertirse en una obligación real en el futuro; ambas no están registradas en el Presupuesto Anual.

### **a. Fuentes presupuestarias**

Del lado de las fuentes se considera a los ingresos fiscales corrientes y de capital y el mayor endeudamiento con fuentes internas y externas.

- Los ingresos corrientes provienen principalmente de los recursos tributarios recaudados por concepto de renta, importaciones, impuesto general a la ventas, impuesto municipal, impuesto selectivo al consumo; así como de otros ingresos no tributarios por concepto de tasas, contribuciones, donaciones y recursos propios.
- Los ingresos de capital provienen de las regalías por el uso productivo de factores reales o por la rentabilidad resultante de la inversión en activos financieros internos y externos.
- Una fuente adicional proviene del mayor endeudamiento del Estado con acreedores internos y externos, con el fin de financiar proyectos de inversión o cancelar obligaciones pendientes.

### **b. Usos presupuestarios**

Del lado de los usos, se registra los gastos corrientes y de capital y la reducción de los pasivos internos y externos.

- Los egresos corrientes están referidos a los pagos por concepto de remuneraciones y cargas sociales devengadas por funcionarios públicos, gastos por la adquisición de bienes y servicios y por transferencias.
- Los egresos de capital están destinados a financiar proyectos de inversión en infraestructura y a la adquisición de valores internos y externos.

Dentro de los usos también destacan los recursos que se aplican a reducir el nivel de endeudamiento interno y externo.

### **c. Superavit/Déficit Primario**

A efectos de ordenar la discusión sobre el impacto de las operaciones fiscales en la economía se distingue entre el concepto de Superávit o Déficit Primario y sus alternativas de financiamiento.

- El denominado Superávit (Déficit) Primario resulta de restar ingresos corrientes y de capital menos egresos corrientes (excluidos intereses de la deuda) y de capital. Esto permite comparar los gastos con los ingresos que el Estado genera en un periodo determinado.
- A este resultado inicial se le resta los gastos por pagos de intereses de deuda pública y se obtiene el Resultado Económico. Por ejemplo, en el

caso peruano, el actual programa económico considera para el año 2001 un Resultado Económico Máximo negativo en 1.5% del PBI.

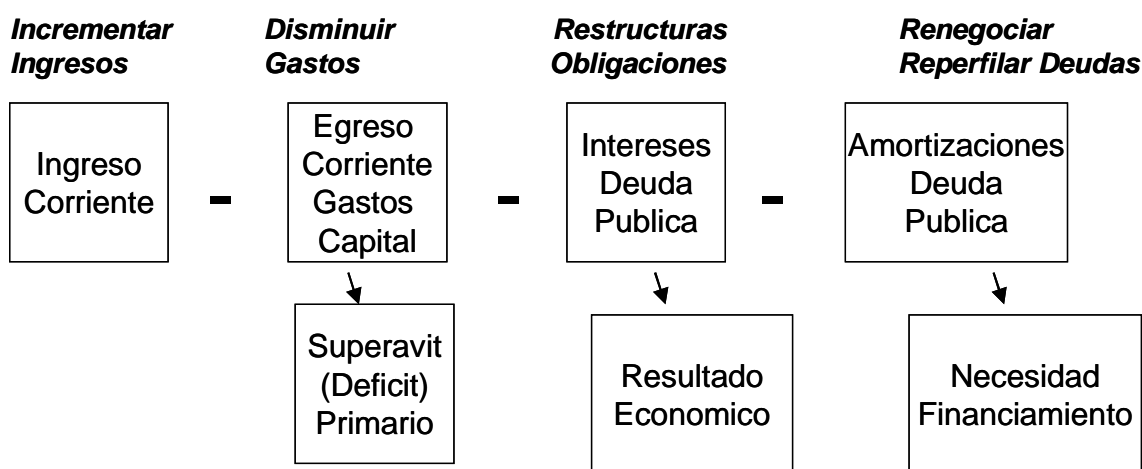
- Un Resultado Económico negativo representa una demanda neta de recursos financieros, en adición a los ingresos corrientes y de capital que se generen en el período, para financiar egresos corrientes y de capital financieros y no financieros.

## 1.2 Flujo Económico del Estado

Es importante presentar las alternativas que tiene el Estado para equilibrar su presupuesto, lo que reflejará la importancia del tema de la administración de pasivos del Estado.

Una primera alternativa para equilibrar el Presupuesto Público proviene de incrementar ingresos o reducir el nivel de gastos. Los ingresos del Estado pueden incrementarse mejorando la recaudación tributaria y los resultados de las empresas públicas. Se puede reducir los gastos redimensionando el tamaño de Estado.

### Alternativas para variar la Necesidad de Financiamiento



Una segunda alternativa es, precisamente, realizar operaciones de administración de los pasivos u obligaciones del Estado, mediante operaciones tales como canjes de deuda antigua por nueva deuda, recompra de deuda, emisión de bonos, etc. Estas operaciones modifican el servicio de deuda, que incluye la amortización más los intereses, y por lo tanto reducen el déficit fiscal y las necesidades de financiamiento.



### **1.3 Pasivos del Estado**

Las deficiencias en el registro y la falta de control de las obligaciones pendientes de formalización y de las deudas contingentes, pueden tener implicancias presupuestales importantes. La falta de control impide realizar una programación adecuada del gasto y dificulta el cumplimiento de las metas del déficit fiscal.

De allí que constituya una prioridad la evaluación de todos los pasivos no formalizados y contingentes, con el objetivo de tener un inventario e implementar un sistema de administración eficiente de sus riesgos.

Para efectos del análisis, vamos a clasificar las obligaciones en tres grandes grupos: (a) deuda pública, (b) obligaciones y (c) contingencias.

#### **a. Deuda Pública**

Son todas aquellas deudas cuyos desembolsos ya se recibieron y están debidamente documentadas o en su defecto, son deudas que son reconocidas y formalizadas a través del correspondiente marco legal. En este grupo están aquellas obligaciones que no representan desembolso alguno hoy y tienen como objetivo regularizar obligaciones del pasado o se emiten con fines específicos, por ejemplo, en el caso peruano, los bonos de reconocimiento y los Bonos del Tesoro emitido con fines de fortalecer el sistema financiero.

#### **b. Obligaciones**

Son aquellas deudas que se sabe que existen, pero no están debidamente cuantificadas, ni formalizadas a través de una norma. En el caso peruano, por ejemplo se tienen las deudas previsionales, una de ellas son los bonos de reconocimiento pendientes de emisión a las personas que pasaron al Sistema Privado de Pensiones.

#### **c. Contingencias**

Las deudas contingentes son aquellas que potencialmente podrían convertirse en una obligación real de largo plazo. Un ejemplo claro, en el caso peruano, de este tipo de deudas fueron todo los bonos que se tuvieron que emitir para evitar el deterioro del sistema financiero, esta deuda no existía ni se tenía previsto antes de la crisis de 1998.

Generalmente los principios contables no permiten registrar este tipo de deuda, el no llevar un control adecuado puede implicar riesgos presupuestales importantes. Existe un riesgo implícito en la metodología utilizada para reconocer estas contingencias ya que su aceptación podría considerarse un reconocimiento explícito de las mismas.

## 1.4 Hoja de Balance del Estado

El presupuesto anual del sector público define las proyecciones del flujo de caja: de ingresos y egresos. Sin embargo, este no provee toda la información necesaria para una administración óptima de los recursos y de los pasivos del Estado. Así, es necesario conocer la información de la composición de los diferentes activos y pasivos que generan flujos de caja tanto de corto como de largo plazo. En el caso del presupuesto y del flujo fiscal solo se considera los flujos de obligaciones reconocidas, no están las obligaciones por regularizar que generarán flujos a futuro, y tampoco consideran las contingencias. Estas si se incluyen en la Hoja de Balance del Estado.

Países como Nueva Zelanda y Australia han avanzado en la presentación de la hoja de balance del Estado como parte del conjunto de estados financieros que anualmente publican. En el caso de Australia, se presentan estados de ingresos y gastos, de activos y pasivos, de flujos de caja, estado de compromisos y contingentes y cambios en el patrimonio neto. En el caso de Nueva Zelanda se presentan también el movimiento de la deuda pública y de los principales fondos de pensiones. La información es auditada por el Contralor General.

El manejo financiero eficiente del estado, al igual que el de una empresa, requiere tomar decisiones basándose en información completa. Un gerente necesita conocer no solo el flujo de caja; ingresos menos egresos y saldos operativos sino necesita también entender su Balance; un listado de sus activos, de sus pasivos y una descripción de su patrimonio. Esta información le permitirá calzar el plazo de sus obligaciones con el de sus ingresos, le permitirá entender el uso que se les da ha sus activos y detectar los improductivos. La combinación de Flujo de Caja y Balance le brinda una combinación ideal de herramienta estática y dinámica de gestión

Por ello, una estrategia integral del manejo de los pasivos del Estado requiere la elaboración de una hoja de Balance del Estado que incluya los activos financieros y no financieros, los pasivos y el patrimonio neto del sector público a una fecha determinada, que le sirva como fuente de información que permita al gobierno diseñar una estrategia eficiente de manejo tanto de sus activos como de sus pasivos.

Para ello, es importante contar con un sistema contable que permita evaluar todos los activos y pasivos, incluyendo aquellos que están fuera de Balance, como son los contingentes. Asimismo, deben permitir medir los gastos devengados adecuadamente, y medir los diferentes activos y pasivos a precios de mercado. Esto mejora la calidad de la información y contribuye con decisiones óptimas.

Analizando el Balance del Estado, tenemos que dentro de los activos se tiene a los activos no financieros que considera a los bienes muebles e inmuebles que son de propiedad del Estado. Entre los activos financieros destacan los saldos de caja y las inversiones financieras en valores internos y externos, entre las que se incluyen las reservas internacionales que administra el Banco Central

de Reserva. Por su parte, los pasivos registran las obligaciones del Estado en los mercados financieros y de capitales internos y externos y el movimiento de las cuentas de patrimonio (capital, reservas y resultados acumulados).

### Balance del Estado

ACTIVOS:	PASIVOS:
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Activos Financieros Saldos de caja Cuentas por cobrar Reservas Internacionales Inversiones financieras</li> <li>• Activos No Financieros Infraestructura, planta y equipos Inventarios Intangibles</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deuda Pública</li> </ul> <p style="text-align: center;">PATRIMONIO</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital, reservas y resultados acumulados</li> </ul>

Las reservas internacionales que administra el Banco Central por cuenta del Tesoro o de otras instituciones públicas (como el Fondo Consolidado de Reservas de la ONP) se mantienen principalmente en depósitos e inversiones en instituciones financieras internacionales de primer nivel. Dentro de los activos no financieros se encuentran las inversiones en bienes inmuebles y la infraestructura, planta y equipo que administra el Estado. Estos activos pueden sustituirse por activos financieros a través de procesos de venta (privatización) o titulización (concesión). Esto le permite al Estado mejorar su situación de caja y disponer de mayores recursos para atender los requerimientos de gasto e infraestructura social.

También existe posibilidad de sustitución entre pasivos a corto, mediano y largo plazo mejorando el perfil proyectado del servicio de deuda. La preocupación central del área encargada de esta tarea es asegurar cualquier mayor endeudamiento en mercados locales o internacionales, tenga una contrapartida en mayor rentabilidad o mayor disponibilidad de liquidez en el corto plazo para atender los requerimientos de gasto corriente o capital.

Los banqueros e inversionistas internacionales observan muy de cerca los cambios en los niveles y la estructura de los activos y pasivos del Estado. Un manejo eficiente que genera mayor liquidez o reduce la exposición o determinado tipo de riesgos, será interpretada en términos positivos y recomendarán a sus clientes la conveniencia de invertir en papeles o proyectos del Perú. Si por el contrario, como resultado de un manejo económico irresponsable como el que se observó a finales de los años ochenta, el Estado se descapitaliza y reduce su capacidad de pago, recomendarán olvidarse del

Perú y reorientar sus portafolios financieros a favor de otros mercados emergentes.

Los organismos multilaterales también observan estos indicadores para evaluar la capacidad del país para absorber nuevos préstamos. El diagnóstico sobre las deficiencias sociales sirve de poco, si el país no cuenta con condiciones mínimas para un manejo eficiente del portafolio de activos y pasivos.

De allí la necesidad de desarrollar un marco analítico consistente, que complemente los esfuerzos que se hacen en el campo de las políticas macroeconómicas y sectoriales, para asegurar que los recursos que se inviertan mejoren la hoja de balance del Perú.

El marco analítico para explicar las transacciones de deuda considera el impacto de los flujos de ingresos y egresos fiscales y de los cambios en los saldos de activos y pasivos sobre el Balance de la Hacienda Pública. Los cambios en estas variables constituyen fuentes y usos de recursos reales y financieros que tienen impacto en el patrimonio neto del Estado.

## **2. Fuentes de Financiamiento**

El gobierno tiene fundamentalmente dos formas de financiar sus necesidades de caja, estas son, a través del (i) financiamiento interno, mediante la utilización de recursos propios tales como privatizaciones o concesiones; o (ii) financiamiento externo, incrementando la deuda pública externa. A continuación se describe brevemente las principales fuentes.

### **2.1 Financiamiento interno**

En esta sección se considerarán tres fuentes de financiamiento interno: (i) privatizaciones y concesiones, (ii) operaciones con el Banco Central, y (iii) mercado local de capital.

#### **a. Privatizaciones y Concesiones**

Los recursos que el gobierno obtiene producto del proceso de privatización de las empresas públicas o los que se pueda obtener por titular un contrato de concesión pueden ser utilizados, todos o parte de él, para financiar la caja fiscal. Sin embargo, se debe definir una política clara respecto al destino de estos recursos teniendo en cuenta que en la medida que se utilicen estos recursos para aliviar la caja fiscal, la sostenibilidad de la deuda pública mejora por la disminución del nivel de endeudamiento, pero reduce la capacidad del gobierno en otros tipos de gastos que también son importantes para el desarrollo económico del país (gasto en salud, alivio a la pobreza, educación, entre otros).

#### **b. Préstamos Locales**

Una de las modalidades de préstamos locales es el financiamiento de parte del Banco Central al gobierno. Al respecto, en muchos países, las leyes orgánicas

de los bancos centrales permiten cierto financiamiento temporal y estacional de las necesidades del Tesoro Público. Ya sea a través de préstamos que deben amortizarse dentro del mismo período fiscal o a través de operaciones de mercado abierto con títulos de deuda pública. Sin embargo, en la actualidad existe una tendencia mundial, de restringir y eventualmente prohibir dicha fuente de financiamiento, debido a que tal flujo de recursos ha sido en muchos casos, como el peruano, utilizado de manera excesiva y en actividades no productivas, generando finalmente consecuencias negativas en el manejo de la política monetaria y por ende en la tasa de inflación, que derivaron en el proceso hiperinflacionario hacia finales de los ochenta.

Otra alternativa son los préstamos o las colocaciones de títulos en la banca local. Esta es una alternativa que también puede ser muy atractiva para cubrir necesidades estacionales de caja fiscal, que no coincidan con períodos de demanda de recursos por parte de empresas o inversionistas locales.

### c. Mercado Local de Capitales

Los gobiernos pueden utilizar los mercados de capitales locales como parte de su estrategia de financiamiento de sus necesidades. Este financiamiento se da a través de la emisión de instrumentos de deuda, tales como los Bonos Soberanos (de mediano y largo plazo) y Letras del Tesoro Público (corto plazo).

Las emisiones de deuda en los mercados locales permiten un mejor equilibrio entre riesgos y costos del portafolio de deuda. Los mercados de deuda pública eficientes y desarrollados, permiten un financiamiento con mejores condiciones. El tener un *benchmark*<sup>6</sup> incentiva a mayores emisiones de parte de los corporativos, contribuye a una mejor valorización de los activos financieros y contribuye con el desarrollo de los mercados de derivados.

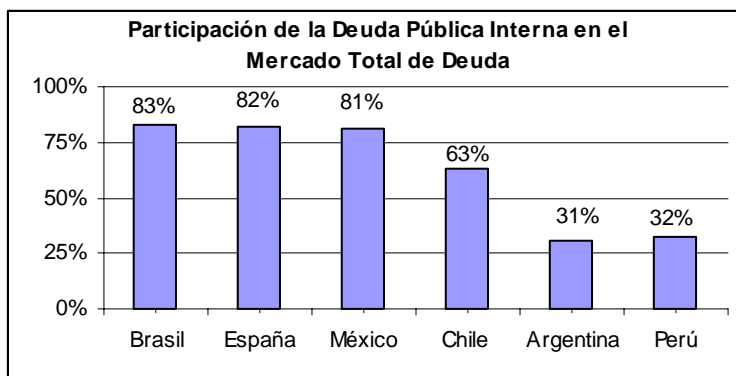
En otros países la deuda Pública tiene un rol muy importante tanto para el financiamiento de la caja fiscal como para el desarrollo de los mercados de capitales, en el siguiente cuadro se muestra datos de algunos países:

Pais	Total Stock de Deuda (US\$ bn)	Bonos Públicos
Canada	573	72%
España	306	82%
Corea del Sur	304	28%
China	261	66%
Dinamarca	229	34%
Brasil	307	83%
Argentina	84	31%
Mexico	69	81%
Chile	34	63%

Fuente: Banco Mundial "Desarrollo de los Mercados Domesticos",  
Lima, abril 2001

<sup>6</sup> Benchmark se refiere al instrumento de referencia del mercado, es el que define la curva de rendimientos.

Para tener una idea de la importancia de las fuentes de financiamiento internas, se presenta la situación de algunos países. En el cuadro puede apreciarse que el financiamiento local es usado muy agresivamente en algunos países. Asimismo, el caso peruano<sup>7</sup> revela que los gobiernos no han dado suficiente importancia al desarrollo de un mercado de capitales peruano, sino que por el contrario han priorizado el financiamiento externo. Sin embargo, se espera que en el mediano plazo se desarrolle y juegue un rol importante en la vida económica del país.



Fuente: Banco Mundial. Presentación "Desarrollo de los Mercados Domésticos, Lima, abril 2001 y Bolsa de Valores de Lima.

En el cuadro siguiente se muestra información de varios países en la que se hace evidente que al Perú le queda mucho por desarrollar:

en US\$ bn	Fondo de Pensiones	Cias de Seguros	Fondos Mutuos	Total	% PBI
Brasil	78	9	121	208	23.7%
Chile	31	11	4	46	57.2%
Mexico	11	7	14	32	8.0%
Argentina	12	5	7	24	6.4%
Colombia	2	2	0.3	4.3	4.0%
Perú	3	0.6	0.6	4.2	7.8%

Fuente: Banco Mundial Presentación Desarrollo de los mercados domesticos, lima abril 2001

## 2.2 Financiamiento externo

En esta sección analizamos las diferentes fuentes de financiamiento de origen externo que los gobiernos pueden acceder para financiar sus necesidades de caja. Destacan las siguientes fuentes: entre ellas se encuentran: (a) los préstamos de organismos multilaterales, (b) Club de París, (c) deuda comercial, y (d) emisiones en el mercado internacional.

<sup>7</sup> El total de bonos en el mercado local es US\$ 3,600, de los cuales US\$ 1300 son bonos de gobierno, la mayoría en dólares y producto de programas de ayuda al sistema financiero (no se incluye los bonos de reconocimiento). Los bonos emitidos con fines de captar recursos para la caja fiscal solo ascienden a los S/. 200 MM (US\$ 56 mm) emitidos en marzo y abril.

### **a. Préstamos de Organismos Multilaterales**

Los principales Organismos Multilaterales, tales como el Banco Mundial (BM), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF), constituyen una fuente importante de fondeo para la mayoría de los países en desarrollo, entre ellos el Perú. El destino de estos préstamos es principalmente a proyectos de desarrollo, aunque también es posible obtener préstamos de libre disponibilidad que permitan financiar el déficit fiscal y/o el refinanciamiento de deudas vencidas.

### **b. Club de París**

El Club de París está compuesto por instituciones de los países de la Comunidad Europea y otros afiliados (Japón y Estados Unidos). Entre los créditos del Club de París se diferencian dos tipos de créditos:

Los *concesionales*, llamados así por las condiciones financieras blandas en cuanto a tasa, plazos y periodos de gracia. Estos vienen principalmente por convenios bilaterales de Gobierno a Gobierno.

Los *comerciales*, cuyas condiciones financieras son de mercado y provienen principalmente de instituciones financieras pertenecientes a los países afiliados.

### **c. Deuda Comercial.**

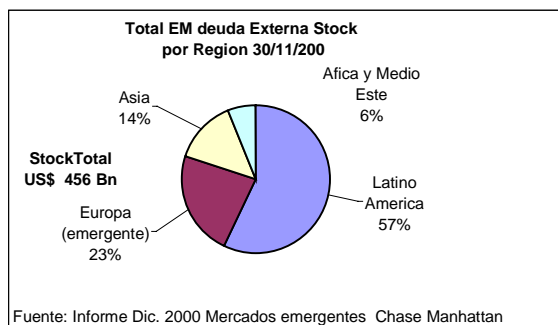
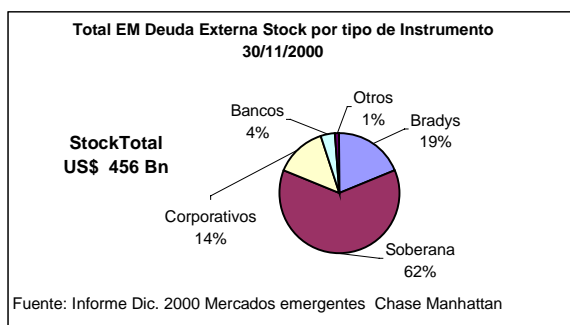
Existen otros tipos de deuda que se utilizan para financiar necesidades de gobierno, entre estas tenemos: préstamos de instituciones financieras internacionales: sindicados o no; préstamos estructurados; préstamos de proveedores y otros

Los créditos comerciales puntuales ofrecen alternativas viables para proyectos específicos ligados a flujos de caja bien definidos o estructuras complejas ligadas a ingresos preestablecidos como créditos por concesiones, exportaciones estatales u otras fuentes de ingresos puntuales o están asociados a proyectos específicos. Los créditos comerciales en general son mecanismos puntuales que no contribuyen a soluciones integrales y a menos que estén claramente especificados puede inclusive dar una imagen de desorden financiero o emergencia cuando no están claramente definidos.

### **d. Emisiones en el Mercado Internacional.**

Los mercados internacionales permiten diversificar las fuentes de fondeo con instrumentos muy versátiles que facilitan las operaciones de administración de pasivos.

El mercado de deuda internacional es muy grande y complejo a la vez, en sus formas, monedas, productos y nivel de sofisticación. El saldo de deuda de países emergentes a noviembre del 2000 era de aproximadamente US\$ 456 mil millones.



En el mercado de deuda emergente existe un stock de Bonos Bradies (19%) y Bonos Globales (62%), los Globales resultan de emisiones con el objetivo de captar nuevo capital o de operaciones Swap que tienen el objetivo de repensar el servicio de deuda retirando los Bonos Bradies del mercado. Latinoamérica es el principal emisor de deuda (57%), destacando principalmente Argentina, México y Brasil.

En el siguiente cuadro se presenta la estrategia de financiamiento para el 2001 de otros países, en ellos se puede observar la importancia que tienen los mercados de capitales internos e internacionales.

	Brasil	Colombia	Argentina
Multilaterales	11%	17%	52%
Mercado Local	31%	54%	35%
Mercado Internacional	58%	29%	13%

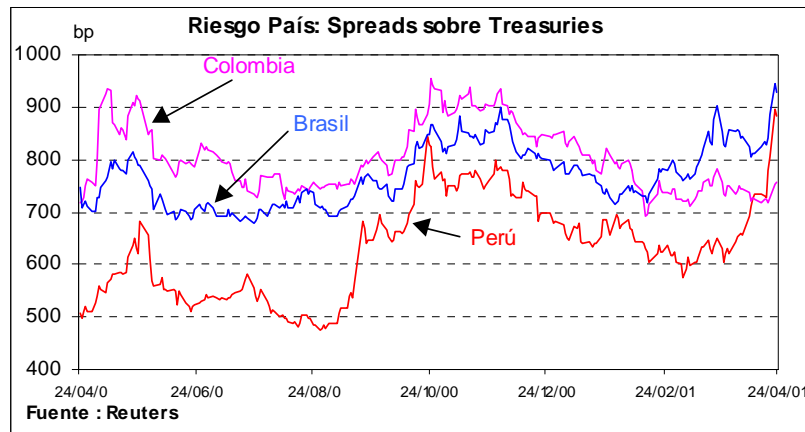
Fuente: JP Morgan Mayo 2001

En cuanto al tipo de moneda, el mercado en dólares representa aproximadamente el 60% de las emisiones en el 2000, el de Euro alcanza un 32% y solo 8% se encuentra en el mercado del Yen.

El gran volumen de negociación de estos mercados permite a los países tener curvas de rendimiento de referencia (*benchmark*), facilitando las emisiones de las empresas corporativas y además constituyéndose en una medida del Riesgo País. Este riesgo está medido en relación a los bonos de Tesoro Americano.

Por ejemplo, en el siguiente gráfico se puede observar la medida de riesgo-país para Colombia, Brasil y Perú, para el período abril 2000-abril 2001.





Por su parte, la demanda de un Bono soberano depende de los fundamentos económicos de un país, los países con mejor calificación de riesgo tienen mayores posibilidades de colocar su deuda. Antes de la crisis de 1998, el stock total de deuda de países emergentes sin grado de inversión (Non-investment grade credit, caso Perú, Argentina, Colombia, Brasil) representaba el 70%, la crisis originó una reducción de la demanda es así que a finales del 2000 representaban el 56%.

Cualquier estrategia de mediano plazo de administración de deuda pública debe evaluar la posibilidad de acceder a la mayor fuente de financiamiento disponible: los mercados de capitales internacionales a través de emisiones de Deuda Soberana. Una emisión de este tipo es esencial por que:

(1) Permite mejorar la composición del stock de deuda:

- emisiones de mayor plazo
- acceso continuo a un mayor variedad de instrumentos financieros y un mejor manejo activo de deuda (Liability Management) que contribuye a un alivio de flujo de pagos en próximos años sustituyendo y recomprando deuda poco ventajosa

(2) Disminuye la percepción de riesgo país:

- Yield Curve Perú con varios puntos que permiten una mejor lectura del riesgo país.
- Sustituye a los Bradys como el principal hito Perú por papales más líquidos, transparentes y mejor cotizados por el mercado
- Da liquidez a tenedores de Deuda Club de París
- Incrementa información y monitoreo del País por analistas y calificadores de riesgo

(3) Crea una fuente adicional de fondeo:

- Permite a gobierno y a empresas privadas acceder con mayor facilidad al mercado global de capitales
- Facilita el vehículo para inversionistas que no compran Bradys
- Reduce costo de fondeo y la tasa de descuento país:

- Permite mejor valorización de Activos Públicos y privados por menor tasa de descuento.

Sin embargo, una emisión soberana no es una labor fácil ya que implica preparar el expediente legal, concluir un riguroso escrutinio de variables económicas y sus proyecciones, implica generar demanda por el producto a emitirse y finalmente requiere de experiencia para la elección cuidadosa de los componentes de la emisión. Esta decisión implica una definición en cuanto al tipo de producto, de condiciones (monto, plaza, moneda y duración) y una decisión de estructura de colocación. El siguiente cuadro resume alguna de las principales características asociadas a emisiones para las tres principales plazas.

	EEUU	Europa	Japón
Moneda	US \$	Euros o \$	Yenes
Vencimientos	5 a 15 años	5 a 15 años	1 a 5 Años
Montos	\$500 - \$700M	\$200 - \$400M	Y 20 billones o \$150M
Base de Inversionistas	Amplia	Amplia	Restringida
Tasas	10 a 10.5%	10 a 10.5%	4.75 a 5%
Otros	Ingresar por la puerta grande Transparencia	Emisión rápida Menor cobertura y analisis	Complementa portafolio de moneda y acceso a inversionistas especializados •Implica alto riesgo cambiarios, hedge cambiario caro

Fuente: Gabinete de Asesores MEF

La principal y mayor plaza es la obtenida por una emisión global en los EEUU. Allí se tiene acceso a la mayor base de inversionistas en todas las variedades. Debido a la profundidad de los mercados, una emisión en los EEUU permite mayores plazos de financiamiento pero exige mayor preparación y sugiere una emisión más grande para satisfacer la demanda generada y mantener un nivel adecuado de liquidez o frecuencia de negociación, en el producto emitido. Una emisión en Euros es una emisión menor que permite salir rápidamente al mercado y acceder una base de clientes menos sofisticados. Una emisión en yenes, es una mas sofisticada que permite colocaciones privadas en yenes en Japón para una base especifica de clientes. Normalmente, se recomienda que la primera emisión soberana debe ser suficientemente grande para captar la atención de los inversionistas en los EEUU y generar un volumen que garantice liquides y demanda adecuada por lo que se suele comenzar con emisiones en dólares en los EEUU.

**Requisitos del Registro en Estados Unidos.** Además de las condiciones de mercado y la definición de la estructura del producto a emitir, hay que tener en cuenta los requisitos de registro ante la supervisoras del mercado de capitales para una emisión de deuda. Ya sea mediante una emisión global registrada en

los EEUU o para una emisión limitada o Registro S o Registro ante las autoridades Europeas en necesario considerar: los requisitos legales; calificación de la emisión y el registro con la comisión supervisora de valores y listado

Como se nota en el cuadro, una emisión global en los EEUU implica mayores costos de emisión y exige mayor detalle. Se estima que un registro Global puede demorar de tres a cuatro meses, versus siete semanas para un Registro S o registro con las autoridades europeas.

**Cuadro Comparativo de Costos de una Emisión Internacional**

	Global SEC Reg	Privada SEC S Reg	Euros
Comision SEC	\$250,000	\$0	\$0
Rating Agencies	430,000	430,000	430,000
Abogados Peru	250,000	\$250,000	\$250,000
Impresion	100,000	\$100,000	\$100,000
Agente Fiscal	2,500	2,500	2,500
Roadshow	50,000	50,000	50,000
Listado Luxemburgo	8,000	8,000	8,000
<b>Total</b>	<b>\$1,090,500</b>	<b>\$840,500</b>	<b>\$840,500</b>

Fuente: Merrill Lynch, JP Morgan

Por otro lado están los documentos son los Bonos Garantizados o Estructurados que son un mecanismo de reducción de riesgo (Debt Enhancement Mechanisms) con garantía revolvente de multilateral que permite una reducción del costo de financiamiento. El bono estructurado (o "Credit Enhancement Mechanism") es una estructura interesante que debe usarse con cautela ya que ofrece las siguientes ventajas:

- Abre los mercados en situaciones adversas
- Permite incrementar calificación hasta tres grados BBB a BBB-
- Amplia base de compradores (Investment Grade)

Pero a su vez, genera los siguientes problemas:

- Suele ser lento de implementar por demoras burocráticas 4 a 18 meses
- Esta asociado a situaciones adversas y puede ser malinterpretado por los mercado , transmite inseguridad al mercado
- Su estructura compleja es difícil de leer por mercado (blended Yield)
- Suele ser menos líquido que un bono simple(Ej. Argentino)
- Corto Plazo, emisiones de 2 a 7 años máximo (Argentina vida promedio 2.3 años)

Se sugiere utilizar estas opciones en condiciones especiales y no como elemento tradicional para reducir costos de emisión ya que el mercado lo tomara con cautela. Las experiencias recientes indican un gran costo administrativo por estructurar estas operaciones y resultados comerciales mixtos.

### **3 Riesgos en la Administración de Pasivos del Estado**

Las condiciones del mercado suelen tener incidencia en precios y/o indicadores macroeconómicos cuyo efecto se puede traducir en una variación en el servicio de deuda y, por ende, en el costo de reposición.

Los riesgos involucrados en la administración de pasivos pueden dividirse en dos grupos. El primer grupo incluye aquellos riesgos que el administrador del portafolio puede y debe administrar, es decir riesgos de mercado, tales como tasa y moneda, riesgos de liquidez y/o renovación, riesgos crediticios y riesgos operativos. En el segundo grupo están los riesgos en los que no tiene mayor injerencia como el riesgo político y el riesgo País, que se desarrollan a continuación.

#### **3.1 Riesgos de Mercado.**

Los riesgos de mercado en un portafolio de deuda están asociados básicamente a dos tipos de riesgos:

(i) *Riesgo Cambiario.* Este riesgo afecta a la deuda denominada o indexada en moneda extranjera. Una variación del tipo de cambio implica una variación del costo en moneda nacional del servicio de esta deuda. Ello es relevante cuando los ingresos del deudor si sus ingresos son principalmente en moneda nacional, como en el caso del Estado.

(ii) *Riesgo de tasa de Interés.* Se da cuando la variación en el costo del servicio de las deudas tanto en moneda nacional como en moneda extranjera están denominadas en tasa flotante.

La variación de las tasas de interés afectará al costo del servicio de la deuda de las nuevas emisiones cuando se refinancien deudas con tasas de interés fijas, y de las deudas con tasas de interés flotantes en las fechas de modificación de las tasas. Por lo tanto, la deuda de corta duración (a corto plazo o de tasa de interés flotante), generalmente se considera de mayor riesgo que la deuda a largo plazo con tasa de interés fija. Una excesiva concentración de deudas a muy largo plazo con tasas de interés fijas también puede ser riesgosa, ya que no se conocen con certeza las futuras necesidades de financiamiento.

#### **3.2 Riesgos de Renovación.**

El riesgo de renovación es aquél que se genera en el caso que el país no pueda cumplir con sus obligaciones por insuficiencia de fondos e incapacidad de poder buscar fuentes alternativas para cumplir con las obligaciones

pactadas. Este riesgo da lugar a que la deuda deba renovarse a un costo inusualmente alto o, en casos extremos, que no pueda renovarse. La imposibilidad de efectuar la renovación de la deuda, un incremento excepcionalmente grande del costo del financiamiento público, o ambas cosas, pueden provocar o exacerbar una crisis de la deuda, con las consiguientes pérdidas económicas reales que se agregan a los efectos puramente financieros del aumento de las tasas de interés.

### **3.3 Riesgos de Liquidez.**

Los riesgos de liquidez, pueden ser de dos tipos. Uno es el referente al costo o pena al que se exponen los inversionistas que tratan de abandonar una posición cuando el número de agentes se ha reducido demasiado o cuando determinado mercado no es suficientemente activo. Este riesgo es especialmente importante en los casos en que la gestión de la deuda comprende la gestión de activos líquidos o la utilización de contratos de instrumentos derivados.

La otra modalidad de riesgo de liquidez, relativa al prestatario, se refiere a la situación en que el volumen de activos líquidos puede reducirse rápidamente frente a obligaciones de flujo de efectivo imprevistas, posibles dificultades para la obtención de efectivo a través de empréstitos en un período breve, o ambas cosas.

### **3.4 Riesgos Operativos**

Este riesgo tiene dos aspectos: (i) el “Riesgo de contraparte”, que es el riesgo de que la otra parte no cumpla con sus obligaciones en cualquier transacción comercial, y (ii) el riesgo técnico, que es aquel riesgo que se genera por un inadecuado control de las operaciones que permite acciones fraudulentas indebidas, omisiones u otras pérdidas no detectadas.

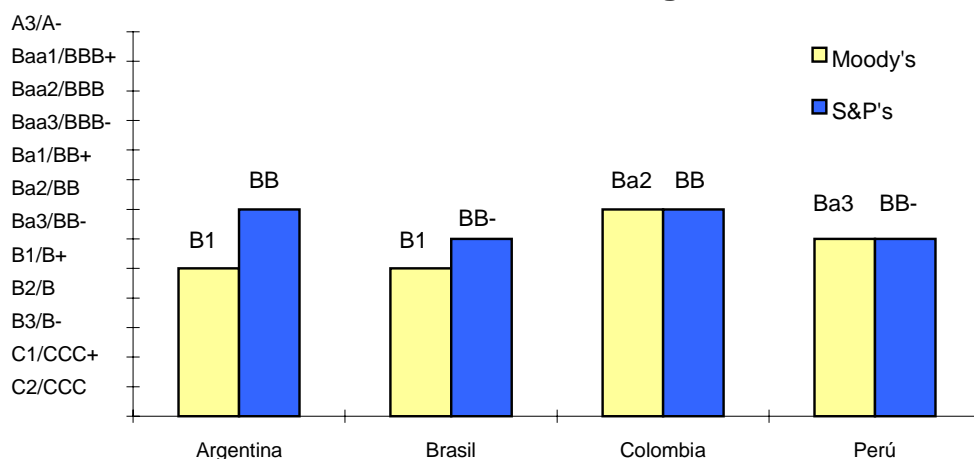
Los riesgos operativos comprenden una gama de diferentes tipos de riesgos, incluidos errores de transacción en diversas etapas de la ejecución y el registro de transacciones; imperfecciones o fallas de controles internos o de sistemas y servicios; riesgo de reputación; riesgo legal; incumplimiento de garantías, o desastres naturales que afecten a la actividad de las empresas.

### **3.5 Riesgo-País.**

Es el riesgo que los diferentes actores del mercado asignan a la posibilidad de que un país incumpla el servicio de su deuda soberana. Dado que se trata principalmente de la capacidad de pago del fisco, ello está estrechamente ligado a las perspectivas macroeconómicas de un país y con sus fundamentos de desarrollo. Los factores de tipo político e institucional también tienen un peso importante. El riesgo país se mide de varias formas. Las clasificadoras de riesgo asignan “notas” sobre la base de una evaluación de los factores mencionados.

En el siguiente gráfico se tiene la calificación de algunos países:

## Calificación de Riesgo-País



Fuente: International Marktes, Lima 2001 .Morgan Stanley

Por otro lado, un indicador que refleja la percepción del mercado es el diferencial entre los rendimientos de la deuda soberana del país en cuestión y algún referente (generalmente el Bono de Tesoro estadounidense). Este indicador permite observar cómo el deterioro del riesgo país tiene un efecto directo en el acceso a los mercados de capitales y en el costo de financiamiento. Es importante mencionar que el este riesgo afecta a todas las empresas que operan en un país, dado que sus expectativas de éxito están relacionadas con la evolución de la economía en general y su potencial de desarrollo.

### 3.6 Riesgo Crediticio.

Es el riesgo de incumplimiento, por parte de los prestatarios, de préstamos u obligaciones correspondientes a otros activos financieros, o de incumplimiento de contratos financieros por una contraparte. Es especialmente importante en los casos en que la gestión de la deuda comprende la gestión de activos líquidos. También puede ser importante en relación con la aceptación de ofertas en licitaciones de valores emitidos por el sector público y con pasivos contingentes, y en contratos de instrumentos derivados celebrados por el órgano responsable de la gestión de la deuda.

Este riesgo es relevante en una operación de cobertura, la misma que se efectúa para reducir la exposición del servicio de deuda a los riesgos de mercado. Por ejemplo, si tuviéramos un contrato de un Swap de monedas a un plazo de 5 años con el banco X, y en el ínterin el banco X quiebra entonces el contrato se incumplirá y esto podría generar pérdidas para el Estado.

### 3.7 Riesgos Políticos.

Es el riesgo inherente al ciclo político, es decir al sistema democrático que cambia de Gobierno cada cinco años o periodos menores; e implica la no continuidad en manejo del endeudamiento. Este ciclo genera un incentivo

perverso de parte de los gobiernos, de manera que sin una visión de largo plazo se sobre endeuden o se endeuden con fuentes mal estructuradas (p.e. a plazos muy cortos) y pasen la factura a los siguientes gobiernos.

La prudencia en la administración de la política económica es muy importante para garantizar la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo, lamentablemente en el pasado no necesariamente hemos tenido esa prudencia y ha habido excesos en las políticas fiscales que han llevado a déficit muy grandes que han significado crisis y a la larga el endeudamiento creció sin planificación ni control.

## **(2) Herramientas de Administración de Pasivos del Estado**

Las operaciones de administración de pasivos son aquellas que permiten mejorar la exposición al riesgo del portafolio de pasivos del Estado. Estas operaciones no se realizan con el objetivo de obtener fondos adicionales, sino para mejorar el perfil de deuda a futuro, es decir disminuir el servicio de deuda en los próximos años o disminuir la exposición de los riesgos de tasa de interés y /o de tipo de cambio.

A continuación se analizan las principales alternativas que se tiene para el manejo del portafolio de deuda pública, entre las que se encuentran la renegociación de deudas, los canjes de deuda antigua por nueva deuda, la recompra de deuda, las operaciones de cobertura y las operaciones de prepago.

### **4.1 Renegociación de Deudas**

Es aquella operación en la que por acuerdo de ambas partes, acreedor y deudor, renegocian nuevas condiciones de una deuda ya existente. Esta renegociación tiene como objetivo lograr condiciones más favorables en plazos, tasas de interés y periodos de gracia.

### **4.2 Canjes de Deuda por Donación o Inversión.**

Es aquella operación en la que el acreedor y el deudor se ponen de acuerdo para canjear la deuda existente por una donación, en este caso el deudor se obliga a realizar inversiones en proyectos tales como disminución de la pobreza o ecología por un monto equivalente a un porcentaje menor de la deuda original. Para garantizar la ejecución de estos proyectos, se constituyen los llamados fondos contravalor por el monto acordado y administrado por el acreedor.

En un canje de deuda por inversión, el acreedor cede sus derechos a un inversionista privado y el mismo que se compromete a realizar inversiones en el país. En el Perú no se ha tenido experiencia en este tipo de operaciones.

En ambos casos, los objetivos desde el punto de vista de deuda son disminuir el stock de deuda y el servicio futuro; los beneficios adicionales que se

obtienen con estos canjes se dan en términos del incremento de inversión ya sea para proyectos sociales o privados.

### **4.3 Canje de Deuda Antigua por Nueva Deuda (Swaps).**

Un Swap de deuda es una operación de mercado que permite retirar deuda antigua y emitir nueva deuda con otras características en cuanto a plazos y servicio de deuda, esta opción ha venido siendo utilizada por varios países especialmente para retirar los Bonos Brady y emitir Bonos Globales. Una operación de este tipo tiene entre sus principales objetivos: mejorar el perfil del servicio de la deuda futura, reducir el valor presente de la deuda y disminuir el valor facial de esta.

### **4.4 Recompra de Deuda.**

La recompra de deuda es una operación en la que el deudor compra con recursos líquidos a precios de mercado deuda existente. Esto es posible principalmente con aquellas deudas que tienen un mercado secundario importante tales como los bonos. Sin embargo también es posible la recompra de deuda que no es de mercado, tales como deuda contraída con el Club de París, pero en montos muy limitados y supeditado a las condiciones contractuales bilaterales.

Con la recompra de deuda lo que se busca es disminuir el adeudado, dado que se utiliza recursos del Tesoro y/o porque el precio esta debajo de la par, y el servicio de la deuda (menor riesgo de liquidez). Para mejorar el riesgo de liquidez, el plazo de la deuda que se está recomprando deberá ser menor al plazo de la alternativa que se está usando para financiar la operación.

### **4.5 Operaciones de Cobertura.**

Reducir la exposición del servicio de deuda pública a los riesgos de mercado supone utilizar los diversos productos financieros que el mercado ofrece, tales como swaps de tasas de interés o tipo de cambio, que permitan evitar el impacto negativo de las fluctuaciones que puedan ocurrir en los precios de las variables que guardan relación con el endeudamiento. La oportunidad en la que se utilicen los diversos productos es un factor de suma importancia para el éxito de la estrategia que se llegue a implementar, por lo que el seguimiento de los mercados y de las perspectivas de su evolución constituyen una herramienta fundamental para la toma de decisiones.

### **4.6 Operaciones de Prepago.**

Consiste en prepagar total o parcialmente una obligación con el objetivo de disminuir el servicio de deuda futuro. El prepago debe supeditarse a las condiciones contractuales del crédito, estas condiciones a veces son poco flexibles por lo que hacen poco atractivo el prepago.



## **II. Tendencias Internacionales en la Gestión de Pasivos del Estado**

En la última década, la gestión de pasivos del Estado ha registrado un avance importante tanto en la administración integral de los pasivos como de sus potenciales riesgos. Precisamente a raíz de las últimas crisis financieras en el Asia, Rusia y Brazil, los países han reforzado aún más la administración de los riesgos inherentes a su portafolio de deuda pública.

En línea con el avance registrado en el tema de la deuda, los organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial han publicado las “Directrices para la Gestión de la Deuda Pública”, las mismas que son lineamientos generales a seguir por las oficinas de deuda a la hora de administrar sus pasivos, con el objetivo de que el país reduzca su vulnerabilidad a los choques financieros internacionales.

Por otro lado, la administración moderna de pasivos del Estado, considera una gestión activa de los pasivos sobre la base de una oficina de deuda con un marco legal flexible y cuyas funciones estén divididas en tres instancias: un back, middle y front office. En efecto, para evaluar las nuevas estrategias de manejo de pasivos, se presentan los casos de Irlanda, Bélgica, Nueva Zelanda y Brazil.

### **1. Mejores Prácticas Internacionales**

En la última década la experiencia a nivel mundial en manejo de deuda pública externa ha experimentado una notable evolución. La teoría financiera se ha tecnificado y existe consenso entre agentes económicos y organismos multilaterales sobre criterios básicos en manejo de tales deudas. Muchos países han mejorado su proceso y estructura para la administración de sus portafolios de pasivos. Esto les ha permitido reestructurar exitosamente sus portafolios y mantener niveles adecuados de endeudamiento y riesgos de mercado de manera que estos sean sostenibles en el largo plazo.

En esta línea, las Oficinas de Crédito Público cumplen un rol fundamental en promover la estabilidad macroeconómica. El stock actual de los portafolios de deuda es grande y las consecuencias de un atraso, no pago o incumplimiento, son tan severas de que su administración requiere de una estrategia de manejo activo de obligaciones. Estas oficinas deben asegurar que las necesidades de financiamiento estén cubiertas al menor costo, a un nivel prudente de riesgo, planeando e implementando programas de endeudamiento alineados con las metas macroeconómicas y en estrecha coordinación con las políticas fiscales y las autoridades monetarias a la hora de su implementación.

Estas nuevas tendencias implican definiciones claras respecto a la necesidad de una estrategia de financiamiento, un rol de la deuda en las finanzas nacionales de largo plazo, una adecuada administración de los riesgos y del fortalecimiento institucional de los organismos que administran deuda y una transparencia en la gestión.

## **1.1 Lineamientos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional**

Existe un consenso respecto a las nuevas tendencias de administración de los portafolios de deuda pública. Al respecto el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) han elaborado el documento Directrices Para la Gestión de la Deuda Pública<sup>8</sup>.

Estas directrices tienen como uno de sus objetivos:

“... ayudar a los responsables de la política económica a considerar reformas que den lugar a una mejor gestión de la deuda pública y reduzcan la vulnerabilidad de los países a las perturbaciones financieras internacionales. La vulnerabilidad suele ser mayor en las economías más pequeñas y de mercados emergentes, que pueden ser menos diversificadas, poseer una base de ahorro financiero interno más reducida y contar con sistemas financieros menos desarrollados, y ser más susceptibles al contagio financiero en virtud de la magnitud relativa de las corrientes de capital...”

Estas Directrices tiene una serie de recomendaciones en los siguientes temas:

- Objetivos y Coordinación de la Gestión de deuda
- Transparencia y Responsabilidad
- Marco institucional
- Estrategia de Gestión de deuda
- Marco de gestión de riesgos
- Creación y mantenimiento de un eficiente mercado de valores públicos.

## **1.2. Necesidad de una Estrategia de Largo Plazo**

Es importante definir claramente el rol de la deuda en el desarrollo económico de largo plazo. Las necesidades de financiamiento, los montos máximos de incremento de deuda y la estructura del portafolio ideal, deben ser parte de una estrategia global de administración de deuda.

La estrategia de largo plazo de la deuda debe responder a razones técnicas y no a los ciclos políticos, y la única manera de garantizar esto es tener una Oficina de Deuda muy fuerte institucionalmente.

## **1.3. Objetivos Claros**

El principal objetivo de la gestión de la deuda pública es en financiar las necesidades del sector público y el cumplimiento de sus obligaciones de pago de mediano y largo plazo minimizando los costos de largo plazo y asumiendo un nivel de riesgos razonable. La preocupación no pasa exclusivamente por los costos de corto plazo, interesa el largo plazo y una relación adecuada de costo y riesgo.

---

<sup>8</sup> Directrices para la Gestión de la Deuda Pública, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, Marzo del 2001. <http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/esl/pdebte.pdf>

Gráficamente podemos representar la relación que existe entre costo y riesgo con un triángulo, en donde cada vértice representa los objetivos individualmente:



En este gráfico podemos observar que si queremos acercarnos a un vértice y lograr un objetivo individualmente, nos alejamos de los otros dos.

Lograr los objetivos de minimización de costo y riesgo es financieramente imposible, por ejemplo, si tratamos de minimizar costo emitiendo deuda de corto plazo a tasa fija, estamos disminuyendo los riesgos de tasa de interés pero elevando los riesgos de liquidez y refinanciación. Otro ejemplo, con el objetivo de minimizar costos, se podría emitir deuda a largo plazo a tasa flotante, en este caso se está disminuyendo el riesgo de liquidez pero se incrementa el riesgo de tasa de interés.

#### **1.4 Marco Legal Adecuado**

Un manejo eficiente de obligaciones y deudas requiere un marco legal completo que estipule claramente el marco de acción y las responsabilidades de la Oficina de Deuda. Este deberá garantizar una oficina de deuda independiente y con las responsabilidades muy claras en todo los niveles de la institución. Es importante que el marco legal defina:

- El mandato de elaborar y administrar del programa (estrategia) de largo plazo de la administración de portafolio.
- Los objetivos de la oficina de deuda
- Lineamientos y políticas de la administración de riesgos
- Responsabilidades y obligaciones en cada uno de los niveles de la organización: : Ministro, Comité de Deuda, Oficina de Deuda, y órganos de control.
- El tipo de instrumentos que la Oficina de Deuda es responsable de manejar. La Oficina de Deuda debe supervisar deudas de mercado y colocaciones privadas además de otras contingencias
- El tipo de regulación, supervisión y las practicas contables y de información requeridas
- Los requisitos de auditoria operativa externa en forma regular de acuerdo con las prácticas reconocidas del mercado

## **1.5 Administración de Riesgos**

La estrategia de largo plazo debe considerar una política clara respecto a los riesgos de liquidez, refinanciamiento, de mercado (tasa y moneda) y el riesgo político.

El no tener una estrategia adecuada para administrar los riesgos, puede llevar a una crisis de deuda. El no tomar en cuenta los riesgos para las decisiones de endeudamiento y solo preocuparse de los costos, puede llevar a endeudarse a plazos muy cortos, a preferir tasa flotante a la fija, y a no interesarse por los riesgos cambiarios.

Para poder administrar eficientemente los riesgos es importante definir un modelo que permita medir adecuadamente los diferentes riesgos. La administración de Activos y Pasivos (ALM: Asset and Liability Management) permite medir adecuadamente los riesgos. Si se pudiera calzar la estructura en monedas, tasas de interés y plazos de los activos con los pasivos, se lograría minimizar o eliminar los riesgos de liquidez y de mercado.

Este marco ALM permitirá definir políticas respecto a la estructura de la deuda en monedas y tasas de interés. Los activos financieros tales como las reservas internacionales establecen una cobertura de riesgos natural sobre el portafolio de deuda.

La deuda pública debe administrarse como un portafolio de pasivos, esto implica que las Oficinas de deuda deben apoyarse en con modelos tales como el Value-At-Risk (VAR) para la medición de los riesgos.

## **1.6 Gestión Transparente y Responsabilidades Claras**

La transparencia de parte de la Oficina de Deuda y de aquellas otras que están relacionadas directas o indirectamente ayuda a una gestión más eficaz del portafolio de deuda, entre otras cosas, porque la transparencia genera responsabilidad en los diferentes actores del mercado: Banco Central, Ministerio de Economía y Finanzas, Supervisores, Inversionistas y de los beneficiarios del crédito (unidades ejecutoras). Un beneficio importante de la transparencia es que aumenta la credibilidad del país y por lo tanto reduce los costos financieros.

Entre los aspectos importantes al que la Oficina de Deuda debe ser claro y transparente están:

- Definir y dar a conocer los objetivos y la estrategia de largo plazo de la gestión de deuda. En el caso del Perú, así como existe un Marco Macroeconómico Multianual, debería también hacerse de conocimiento general el programa de mediano plazo de la administración del portafolio de deuda pública.
- Debe hacerse público los resultados de la gestión de deuda, esto implica, no sólo publicar las estadísticas de deuda (que ya se hace a través de

Internet) sino, además publicar indicadores de cumplimiento de los objetivos.

La misma exigencia de transparencia y responsabilidad para la oficina de deuda, debe exigirse al resto oficinas e instituciones, de esta manera se realizaría una mejor labor de control y auditoría; y además se exigiría una administración prudente en todo los niveles.

## **2. Modelos de Gestión de Pasivos del Estado**

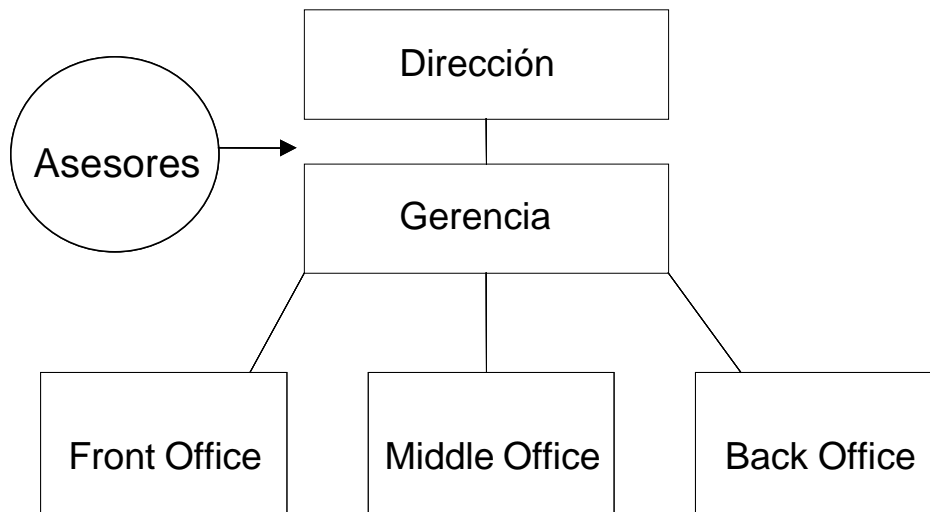
Para el logro de los estándares internacionales de gestión de pasivos, necesitamos implementar una estrategia de largo plazo en la que se definan los objetivos claramente, se diseñe un modelo para la administración de riesgos, se desarrolle el mercado doméstico y se fortalezca institucionalmente la Oficina de Deuda.

Con relación a la oficina de deuda, el éxito de su gestión radica fundamentalmente en su estructura organizativa así como en la flexibilidad que le permite su marco legal para administrar los pasivos del Estado y los riesgos inherentes a tal manejo. Contando con estos requisitos, las oficinas deben asegurar que las necesidades de financiamiento estén cubiertas al menor costo, a un nivel prudente de riesgo, planeando e implementando programas de endeudamiento alineados con las metas macroeconómicas y en estrecha coordinación con las políticas fiscales y las autoridades monetarias a la hora de su implementación.

### **2.1 Estructura Organizacional Moderna**

Las Oficinas de Deuda son responsables de cubrir las necesidades de financiamiento de los gobiernos y de asegurar que las obligaciones se cubran. Estas definen e implementan los programas de financiamiento acordes con la política macroeconómica del país en coordinación con las políticas fiscales y las autoridades monetarias.

La Oficina de Deuda debe tener una organización que le permita un manejo activo del Portafolio de deuda con una visión de largo plazo. Las oficinas modernas suelen tener una instancia de Dirección, Asesoría y Definición Estratégica y un Comité Ejecutivo donde se implementa y controla la administración. Sus funciones suelen estar divididas en tres instancias: front, middle y back office.



*a. Front Office*

Es la unidad donde se define e implementa la política de financiamiento. Entre algunas de sus funciones principales es la de asesorar al ministro de economía y los responsables de la política monetaria en temas referidos a sostenibilidad de la deuda, implementar estrategia de largo plazo teniendo en cuenta los objetivos, el portafolio óptimo.

El *Front Office* en la medida que tendrá que interactuar cada vez más con los mercados, es necesario desarrollar sus capacidades gerenciales. Esta unidad deberá ser capaz de administrar un programa de largo plazo de emisiones de deuda en el mercado local, llevar adelante un programa de coberturas de monedas y/o tasas de interés y en el momento en que se decida, también deberá ser capaz de estructurar conjuntamente con los bancos de inversión las emisiones en los mercados internacionales.

*b. Middle Office*

Esta unidad es la responsable de elaborar la estrategia de largo plazo y monitorear el portafolio de deuda, evaluando alternativas, parámetros y en general sugiriendo alternativas para optimizar el portafolio. Cabe destacar, que además de tener personas altamente capacitadas tenga software especializado en análisis de portafolio (modelos de VAR, Simulación de Montecarlo) que le permita evaluar los riesgos dentro de un marco de ALM.

*c. Back Office*

Tiene la función de administrar las operaciones post cierre de un contrato de deuda, emisión de bono y contratos de coberturas. También es responsable del programa de desembolsos y pago del servicio de deuda.

Entre sus principales funciones esta llevar un sistema de registro adecuado de manera de proveer información adecuada a las diferentes instancias dentro y fuera de la Oficina de Deuda.

Además de estructura operativa adecuada, una Oficina de Deuda eficiente requiere de un personal profesional idóneo y bien remunerado para realizar sus funciones. Estos profesionales deben contar con un nivel adecuado de experiencia y conocimientos técnicos para a su nivel de funciones.

## **2.2 Modelos Organizacionales**

El nivel de autonomía e inclusive la independencia o no de la oficina depende del modelo elegido. Las mejores prácticas en el ámbito mundial, indican que existen varias opciones. La Oficina de Deuda puede estar en el Ministerio de Economía, en el Banco Central o ser una entidad independiente. La mayoría de países tienen la Oficina de Deuda muy próximas al Ministerio de Economía. Algunos países como Nueva Zelanda, inclusive han privatizado algunas funciones de la Oficina de Deuda, con límites claramente definidos como del *Back Office* o el manejo de la exposición de deuda en monedas extranjeras cuya exposición cambiaria deba ser cubierta.

El modelo institucional que se decida, dentro del Ministerio de Economía o fuera de él, debe estar organizado de manera de tener unidades de Front, Middle y Back Office con niveles adecuados de competitividad. El marco legal debe garantizar funciones, responsabilidades y mandatos claros a todo los niveles de la institución. Todo esto es requisito para tener una Oficina de Deuda que administre el portafolio con independencia y responsabilidad.

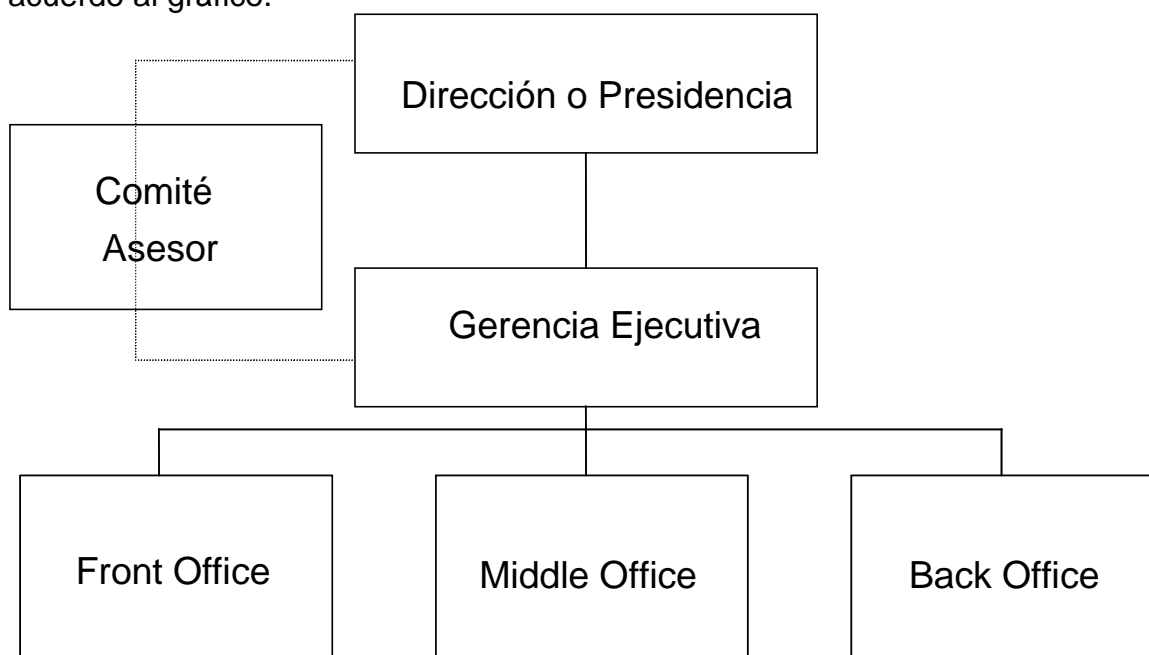
Las oficinas de crédito público son responsables de cubrir las necesidades de financiamiento de los gobiernos y de asegurar que las obligaciones se cubran al menor costo posible con un nivel de riesgo prudente. Estas definen e implementan los programas de financiamiento acordes con la política macroeconómica del país en coordinación con las políticas fiscales y las autoridades monetarias.

Otras metas y obligaciones de una Oficina de Deuda Publica son:

- Manejo activo de obligaciones, coberturas y mantenimiento del portafolio de deuda
- Diversificar el portafolio, fuentes de fondeo e instrumentos de crédito para mejorar la presencia en los mercados y reducir el riesgo de financiamiento
- Promover un mercado local de deuda en coordinación con las diferentes instituciones involucradas.
- Determinar el programa de fondeo y Asegurar una continuidad y promover una cultura de manejo profesional asegurando transparencia
- Garantizar un manejo consistente y profesional, despolitizando la administración de deuda
- Mantener una relación abierta con inversionistas actuales y potenciales
- Manejo de operativo pago de las obligaciones
- Tener una clara definición de roles y mantener la coordinación con las múltiples entidades involucradas en el proceso

- Manejo de la reputación y riesgo país promoviendo dialogo con los mercados, reportando políticas y manteniendo informado a calificadoras, inversionistas y demás interesados
- Administrar todas las actividades de un programa de financiamiento

Las Oficinas de Deuda suelen contar con una instancia de Dirección y Definición Estratégica y un comité ejecutivo donde se implementa, controla la administración. Sus funciones suelen estar divididas en tres instancias de acuerdo al gráfico.



*Dirección o Presidencia:* Ejercida por el Ministro de Economía, o su representante, responsable final del manejo de la oficina de Deuda que Ratifica al comité asesor y después de consultar con el Comité Asesor elige a la gerencia y autoriza sus decisiones por el término y las condiciones que crea conveniente

*Comité Asesor:* Organismo múltiple compuesto por representantes de diversas entidades conformado por técnicos con experiencia en mercados de capitales y manejo deuda. Sus funciones son:

- Actuar como comité ejecutivo, apoyar y controlar a la gerencia
- Asesorar a la dirección en el manejo de mediano plazo
- Representar a la dirección en el control de las operaciones
- Preservar la visión integral y promover un manejo prudente en mediano plazo alineado con una estrategia de financiamiento que esta por encima de las políticas del día a día.

*Gerencia Ejecutiva.* Es el agente operativo responsable del manejo operativo y administrativo total de la oficina de deuda por encargo de la dirección. Preside el Comité Ejecutivo donde se consulta y ratifican todas las decisiones operativas.



*Gerencia de Estrategia y Negociación (Front Office)* Es la unidad donde se define e implementa la política de financiamiento. Sus funciones incluyen:

- Asesorar al Ministro de Economía y los responsables de la política monetaria en temas referidos a sostenibilidad de la deuda, estructuras e instrumentos de mercados y garantizar el seguimiento de las metas trazadas
- Definir las metas de financiamiento puntuales como costos, fondeo y desarrollo de mercados
- Coordinar con otros agentes la aplicación de las políticas definidas con relación a política fiscal y monetaria para evitar posibles conflictos
- Definir el tipo de instrumentos y condiciones de fondeo
- Manejar la relación con inversionistas locales y extranjeros vía la Unidad de Atención al Inversionista, facilitando acceso a información para satisfacer las necesidades del inversor y generar confianza en el mercado
- Manejo de prensa con relación a temas que afectan imagen país y la deuda
- Publicar información relacionada a temas presupuestales incluyendo temas relacionados a la posición de deuda
- Mantener una relación fluida con las agencias calificadoras y proveer la información requerida para su trabajo

El Front Office en la medida que tendrá que interactuar cada vez más con los mercados, es necesario desarrollar sus capacidades gerenciales. Esta unidad deberá ser capaz de administrar un programa de largo plazo de emisiones de deuda en el mercado local, llevar adelante un programa de coberturas de monedas y/o tasas de interés y en el momento en que se decida, también deberá ser capaz de estructurar conjuntamente con los Bancos de inversión las emisiones en los mercados internacionales.

*Gerencia de Análisis y Administración de riesgos (Middle Office)* Crear y manejar el modelo permite monitorear el portafolio de deuda, evaluando alternativas, parámetros y en general optimizando en manejo del stock de Deuda.

- Definir límites, incluyendo metas de maduración mínima, máxima y promedio y estableciendo límites por nivel de riesgo
- Proyectar necesidades de caja de corto mediano y largo plazo para determinar las necesidades de fondeo y permitir cumplir obligaciones
- Determinar la frecuencia y volumen por instrumento a financiar

Es importante que además de tener personas altamente capacitadas tenga software especializados en análisis de portafolio (modelos de VAR, Simulación de Montecarlo) que le permita evaluar los riesgos dentro de un marco de ALM.

*Gerencia de Operaciones (Back Office)* Tiene la función de administrar las operaciones post cierre de un contrato de deuda, emisión de bono y contratos de coberturas; También es responsable del programa de desembolsos y pago del servicio de deuda.

- Manejo Transaccional:
  - Administrar documentación de las diferentes operaciones de endeudamiento.
  - Administrar riesgos operacionales y legales
  - Administrar los programas de pagos y de desembolsos.
  - Mantener información estadística al mercado.
- Operaciones Contables:
  - Mantener el Registro General de Obligaciones y de operaciones de administración de pasivos
  - Mantener la base de datos actualizada
- Servicios de Sistemas:
  - Maneja sistema operativo
  - Manejo de distribución de documentación y mantenimiento del libro de registro

Además de estructura operativa adecuada una Oficina de Deuda eficiente requiere de un personal profesional idóneo y bien remunerado para realizar sus funciones. Estos profesionales deben contar con un nivel adecuado de experiencia y conocimientos técnicos para a su nivel de funciones.

### 3. Experiencias Internacionales

Hemos identificado tres experiencias internacionales sobre el manejo integral de los pasivos del Estado que merecen análisis : (i) el caso irlandés, (ii) el caso belga y (iii) el caso brasilero.

#### 3.1 Caso Irlandés: National Treasury Management Agency.

En la década del ochenta la República de Irlanda tenía problemas de alto déficit, crecimiento económico restringido y una deuda pública que se desbordaba. Sus instituciones tenían responsabilidades compartidas donde las funciones vinculadas al crédito público no estaban claramente definidas y contaban con recursos y funciones limitadas. Existían serias dudas sobre la capacidad de servir la deuda y la sostenibilidad de esta<sup>9</sup>. Sus principales dificultades eran:

- *Contratación*: dado que el Ministerio de Finanzas tenía serias restricciones salariales, no podían competir con el sector privado en la captación de profesionales calificados. Consecuentemente, sus funcionarios no eran técnicos capacitados y tenían poco contacto con el mercado de capitales y la banca internacional.
- *Sistemas y Operaciones*: sus procesos y la empleada tecnología eran básicos y enfocados en necesidades contables y transaccionales.
- *Mercado Local de Deuda*: El mercado local de deuda era fragmentado y poco especializado y estaba dominado por pocos actores que limitaban su capacidad como fuente eficiente de fondeo.

---

<sup>9</sup> Derrill Allat, M.D., UBS Warburg, Estudio de Caso Irlandés, Marzo 2001

Debido a la angustiosa situación, el gobierno Irlandés contrató a una consultora internacional que evaluó la situación y comparo tres alternativas:

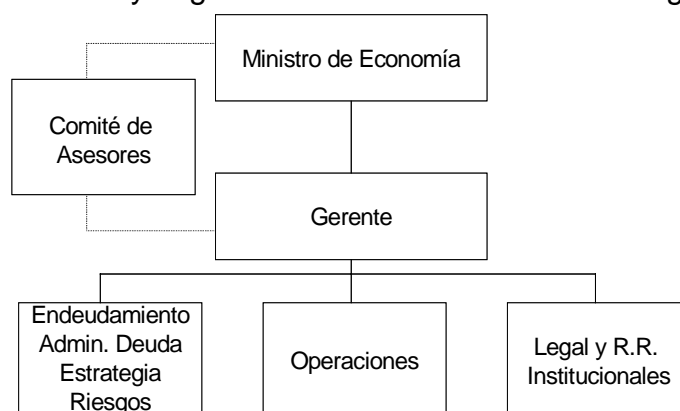
- Posibilidad de privatizar o subcontratar las funciones de manejo de deuda a un banco privado
- Posibilidad de crear equipo especializado adjunto al Ministerio para encargarse del tema
- La posibilidad de crear una agencia autónoma

Después de analizar las varias opciones, en 1990 se tomo la decisión de crear una agencia independiente, National Treasury Management Agency, a la cual se le delegaron las funciones del Ministerio de Economía relacionadas a endeudamiento y manejo de deuda y se le dotó de un marco legal adecuado que le otorgaba las facultades para cumplir con su función:

- Preparar un cronograma de endeudamiento
- Determinar términos y condiciones de financiamiento
- Asesorar al Estado en el manejo de deudas, intercambio de acciones y otros instrumentos financieros y la venta de activos del Estado.
- Establecer y mantener relaciones comerciales con entidades financieras domesticas e internacionales, con calificadoras de riesgo y con inversionistas.

La creación de esta agencia independiente de la estructura del Estado y del Banco Central de Reserva estaba basada en una clara delegación de funciones y estrictos controles vía normas legales claras y un comité asesor. Además se incluyeron objetivos concretos, estándares de eficiencia de gestión puntuales y niveles preestablecidos de exposición a riesgos.

La agencia no contaba con un Directorio sino con un Comité de Asesoría con miembros del sector público y privado, informaba directamente al Ministro de Economía y ejercía un control sobre la gerencia, además de actuar como vinculo entre el Ministro y la gerencia. Su estructura<sup>10</sup> era la siguiente:



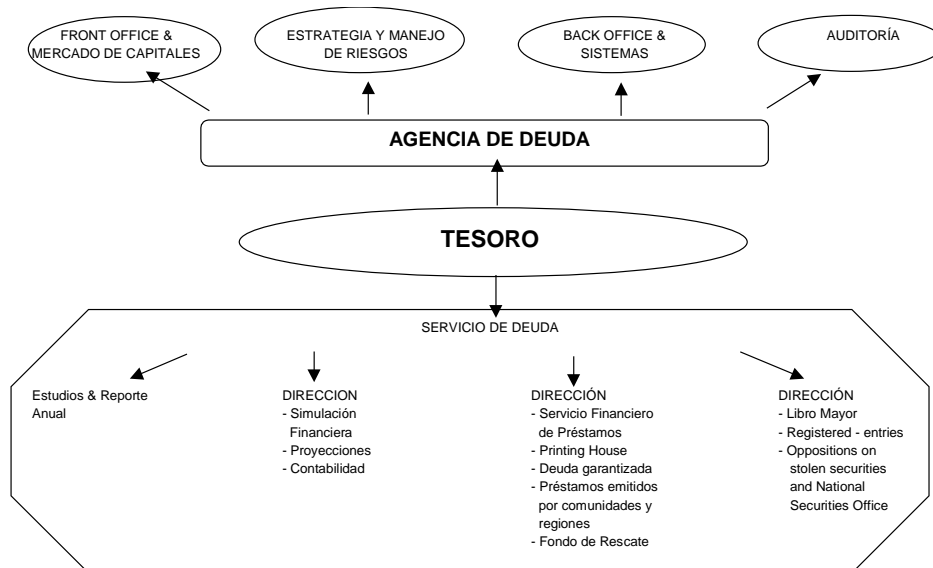
<sup>10</sup> Ver página Web: [www.ntma.ie](http://www.ntma.ie)

### 3.2 Caso Belga.<sup>11</sup>

Otro interesante caso es el Belga, en el cual se crea dos entidades paralelas y complementarias que reportan al Ministerio de Economía. Esta división busca incrementar las fuentes de fondeo y separar funciones entre:

- *La Agencia de Deuda:* responsable del manejo estratégico y operacional de la deuda Federal. Esto incluye el establecimiento de la estrategia de manejo de la deuda, realizando las subastas y otras transacciones de mercado, evaluando y administrando los riesgos así como asegurarse del sistema de soporte legal, de comunicación, de back-office.
- *La Agencia de Servicio de Deuda Pública:* Es responsable de las coordinaciones con otras entidades públicas que tienen que ver con el tema de la deuda y del manejo de la deuda garantizada, así como de ciertas tareas de una naturaleza administrativa: el Libro Mayor de la Deuda Pública y el servicio financiero de los préstamos, entre otras.

La Agencia de Deuda y la Agencia de Servicio de Deuda Pública reportan a un Comité Estratégico, presidido por el Administrador general del Tesoro. Los Miembros del Comité Estratégico incluyen al representante del Ministerio de Finanzas, al Director General del Tesoro y Deuda, tres directores de la Agencia de Deuda y el Presidente de la Agencia de Servicio de Deuda Pública.



<sup>11</sup> Ver página Web: <http://treasury.fgov.be/interdette/Einstit.htm>

### 3.3 Caso Neo Zelandés<sup>12</sup>

La Oficina de Manejo de la Deuda de Nueva Zelanda (NZDMO) tiene como objetivo principal:

“identificar un portafolio de bajo riesgo de los pasivos netos bajo consistente con la aversión al riesgo del gobierno, habiendo considerado los costos esperados de la reducción del riesgo, y negociar de una manera eficiente para mantener tal portafolio”.

La NZMO forma parte del Tesoro. Este esquema beneficia a ambas instituciones, debido a que:

- La NZDMO provee al Tesoro los cálculos del servicio de deuda y los intereses que alimentan las proyecciones fiscales. Asimismo, esta Oficina de Deuda tiene una participación directa en la elaboración de las cuentas financieras del gobierno, provee asesoramiento del mercado de capitales y de las expectativas del mercado financiero.
- El Tesoro puede vigilar el desarrollo del NZDMO y su efectividad en la administración del portafolio de activos y pasivos del gobierno.

Mientras que la NZDMO debe necesariamente operar dentro de parámetros estratégicos aprobados por el Ministro, mucha de la discreción del día a día de las operaciones de financiamiento ha sido delegada por el Tesoro a la NZDMO.

Asimismo, la NZDMO tiene a su vez tres oficinas que depende de ella:

*El Grupo de Manejo de Portafolio (PMG).* Es el administrador de operaciones del NZDMO. Es el responsable del manejo del portafolio de inversiones internacional del gobierno, promover inversiones en bonos del gobierno y proveer asesoramiento a otras entidades del gobierno, inclusive al Tesoro, entre otras funciones.

*El Grupo de Tecnología y Política de Riesgo.* Es quién asesora y continuamente mejora la estructura de la administración de riesgos de la NZDMO. También se encarga de medir el desempeño de la NZDMO, medir riesgos, vigilar el cumplimiento de la NZDMO, con las políticas aprobadas para el manejo del portafolio neto de deuda del gobierno; y dar mantenimiento y del desarrollo de sistemas de información.

*Grupo de Servicios Transaccional y de Contabilidad.* Tiene la función de back office del NZDMO. Es el responsable de asegurar de que todas las transacciones llevadas a cabo por la NZDMO sean manejadas y registradas sin violaciones de la seguridad de manera oportuna, de contabilizar las operaciones de deuda del gobierno y de producir proyecciones del servicio de la deuda.

---

<sup>12</sup> Puede verse con mayor detalle en [http://www.nzdm.govt.nz/disclaimer\\_main.html](http://www.nzdm.govt.nz/disclaimer_main.html)

### 3.4 Caso Brasileiro

Otro caso que amerita estudio, es el esquema Brasileiro<sup>13</sup>, en el cual las funciones operativas del manejo de deuda están compartidas entre el Banco Central y el Tesoro. Esta estructura fragmentada da lugar a conflictos. Mientras que el Tesoro es responsable de las operaciones de *front, middle y back office* para el manejo de deuda doméstica, el Banco Central asesora el Ministerio en temas generales y maneja la deuda externa. El esquema actual tiene los siguientes problemas:

- No hay un manejo integral de Activos del Tesoro
- Los sistemas de ambas instituciones no están integrados adecuadamente
- La decisión de endeudamiento con Organismos Multilaterales se comparte entre el Hacienda, el Banco Central y el Ministerio de Planeamiento
- El ministerio tiene limitaciones para contratar y compensar al personal idóneo

El gobierno Brasileiro planea seguir las recomendaciones de los organismos multilaterales y consolidar las funciones de manejo de deuda en Hacienda.

### III. Marco Legal y Organizacional Peruano

Los requerimientos del marco institucional deben evaluarse a la luz de los requerimientos de una gestión integral de los activos y pasivos públicos. Desde un punto de vista institucional debe tenerse en cuenta los aspectos contables y de información, junto con los del marco legal y la estructura organizacional.

#### 1. Prácticas Contables e Información

Una función que le toca asumir al Estado es la relación con los inversionistas, locales y extranjeros, y las clasificadoras de riesgos. Esta relación implica transparencia respecto a las prácticas contables y la información sobre gestión de la hacienda pública. El beneficio de una mayor apertura y transparencia informativa es una mejor percepción de riesgo país y menores costos de acceso a recursos financieros del exterior.

##### 1.1 Información sobre Presupuesto Público

En el marco de la política de transparencia en la utilización de los recursos del Estado impulsada por el Gobierno de Transición, el Ministerio de Economía y Finanzas ha desarrollado y puesto a disposición del público un sistema que permite acceder a la información estadística sobre la ejecución del presupuesto y el servicio de la deuda pública, principalmente externa. Esta información se actualiza periódicamente en la página Web del Ministerio de Economía y

---

<sup>13</sup> JP Morgan, Institutional Framework for Debt Management Offices: An overview of International Practice, May 2001

Finanzas ([www.mef.gob.pe](http://www.mef.gob.pe)) y en la sección del Portal de la Dirección General de Crédito Público.

A través del Portal de Transparencia Económica del MEF se puede acceder a información actualizada sobre la ejecución del presupuesto público por fuente de financiamiento y destino de los gastos para cada unidad ejecutora. De esta forma, cualquier ciudadano puede detectar retrasos en la ejecución del presupuesto público y preguntar a las autoridades sobre los factores que pueden estar afectando al proceso. También se prevé el mismo acceso para la información sobre la ejecución del servicio financiero interno y externo a cargo de la Dirección General de Crédito Público.

## **1.2 Balance del Estado Peruano**

Sin embargo, el sistema de información requerido para un manejo eficiente de la estructura de activos y pasivos presenta vacíos importantes. En primer lugar no se cuenta con un marco claro para el registro centralizado de los activos, obligaciones y contingencias del Estado Peruano. El Vice Ministerio de Hacienda del MEF recibe información sobre las obligaciones de deuda pública externa de largo plazo y sobre las operaciones que tienen implicancia en el manejo del presupuesto público. Sin embargo, cada unidad ejecutora maneja el detalle de sus contingentes.

En segundo lugar, no se ha desarrollado el marco legal requerido para la elaboración de la hoja de balance del Estado Peruano. El marco del Presupuesto Público muestra el de los recursos corrientes y de capital pero no sus implicancias los cambios en la riqueza neta del patrimonio de todos los peruanos. Este marco responde a la pregunta básica sobre como hacen uso de los recursos reales y financieros los funcionarios a cargo de la gestión pública. Otras preguntas de igual importancia como la rentabilidad del portafolio de activos que respaldan los pagos de la seguridad social recién han empezado a responderse con el impulso que se ha dado al Portal de Transparencia Económica. Sin embargo, quedan pendientes otras interrogantes sobre el mantenimiento de la infraestructura a cargo del sector público, como en el caso de las carreteras.

Países como Nueva Zelanda o Australia han desarrollado enfoques para poder responder a estas interrogantes. En ambos casos los responsables del Tesoro Público, junto con el reporte sobre la ejecución presupuestal, incluyen información sobre otros estados financieros como los cambios en los inventarios de activos fijos, inversiones financieras, obligaciones de los fondos de pensiones y movimientos de efectivo.

Esta información es necesaria para evaluar el impacto de las actividades de una oficina que busque mejorar el manejo financiero de los activos y pasivos del Estado. Si bien en lo que sigue, la discusión se concentra en los aspectos de endeudamiento público, debe tenerse presente que estos esfuerzos deben complementarse con un marco claro para la elaboración, presentación y análisis del conjunto de estados financieros del Estado.

## **a. Gobierno General**

Una deficiencia importante es la ausencia de información centralizada que permita analizar el comportamiento de los activos y pasivos del Gobierno General. Instituciones como la Superintendencia de Bienes Naturales registran los activos del Estado pero no cuentan con información actualizada sobre el valor de mercado de los activos fijos. Los títulos y valores financieros son registrados normalmente a los valores de emisión originales. Estos factores dificultan el análisis de los estados financieros y los cambios en el patrimonio neto del estado.

## **b. Empresas Públicas (Fonafe)<sup>14</sup>**

En el caso de Fonafe, se ha avanzado en la presentación de los principales estados financieros de las entidades públicas a su cargo. La difusión de esta información a través del Portal de Transparencia Económica permite mejorar su fiscalización. Sin embargo, aún se encuentra pendiente incorporar a estas entidades en el SIAF y vigilar el manejo que realizan de los recursos directamente recaudados. En algunos casos, estos últimos constituyen una fuente importante de recursos para planes de expansión de infraestructura e inversiones financieras.

### **1.3 Prácticas Contables**

Un aspecto importante de la problemática de transparencia informativa, son las prácticas contables utilizadas para el registro de las transacciones que afectan el balance del Estado difieren de acuerdo al tipo de operación que se está analizando. Cuando se reciben los recursos o se reconocen las deudas se aplica el criterio del devengado, en tanto que cuando se realizan los pagos se aplica el criterio de caja. De allí la necesidad de distinguir entre ambas modalidades de registro.

El criterio del devengado es la base del sistema presupuestal y de elaboración de las cuentas fiscales de acuerdo a las recomendaciones de organismos como el Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, en el caso de algunas transacciones interesa el registro de los movimientos de caja, que facilita el análisis de los cambios en la posición de liquidez del Estado.

Con relación a los movimientos de caja puede distinguirse entre las operaciones que están relacionadas con: (i). operaciones corrientes, (ii). transacciones en activos no financieros, y (iii). transacciones en activos y pasivos financieros distintos de caja. El estado de fuentes y usos de caja refleja los cambios en estas variables cuando se recibe o se hacen pagos en efectivo. Adicionalmente merece considerarse a las transacciones que pueden implicar movimientos futuros de efectivo y transacciones que no tienen implicancias en el flujo de caja.

---

<sup>14</sup> El Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (Fonafe) encargada de normar y dirigir la actividad empresarial del Estado.



El trabajo de la Tesorería del estado se concentra principalmente en analizar la disponibilidad de recursos para hacer frente a gastos corrientes como el pago de remuneraciones y pensiones que deben realizarse de acuerdo a un estricto cronograma. El manejo de los recursos de caja para hacer frente a los pagos por servicio de deuda interna y externa normalmente esta sujeto a este tipo de consideraciones.

Sin embargo, también debe tenerse en cuenta cambios en la hoja de balance que no están directamente relacionados con las operaciones que involucran cambios en activos, pasivos u obligaciones contingentes. Este es el caso de las reajustes por inflación o tipo de cambio, pérdida o destrucción de activos por desastres naturales o accidentes, descubrimiento de nuevos recursos naturales o cambios en la clasificación de las entidades públicas.

El registro de la deuda pública por parte de la Dirección General de Crédito Público se hace en el momento del desembolso y para el caso de aquellos obligaciones generadas en el pasado, de acuerdo al criterio del devengado. En el caso de deudas previsionales se registran sólo después de formalizarse a través de la norma legal y/o la instrumentalización que normalmente toma la forma de un bono. En estos casos el registro se hace a valor nominal, es decir no se realizan reajustes por los cambios en el valor de mercado.

El registro de los intereses se ajusta al criterio de caja, es decir se registran al momento del pago y no en la etapa del devengado. Estas diferencias en las prácticas contables para el registro del desembolso o la emisión de títulos y el pago de intereses, pueden generar distorsiones en la medición del déficit fiscal y errores de interpretación al momento de tomar decisiones sobre administración de pasivos.

#### **1.4 Sistema de Información**

La Política de endeudamiento y la estrategia de la administración de deuda de mediano plazo requiere una coordinación muy estrecha con la política monetaria y fiscal, por lo tanto es necesario tener un adecuado sistema de información, respetando las autonomías correspondientes.

A pesar de los esfuerzos realizados hasta el momento, no existe un marco institucional para la coordinación de políticas de operación e información entre las instituciones a cargo de la gestión de pasivos. La Dirección General de Crédito Público es el principal responsable de generar información y llevar un registro de la deuda pública.

## **2. Marco Legal**

El marco legal de las operaciones de endeudamiento del Estado Peruano se compone de un conjunto de normas que regulan los parámetros de endeudamiento anual, las autorizaciones para dicho endeudamiento, su administración y ejecución, y, finalmente, la fiscalización y control.

## 2.1 Parámetros y Autorización de Endeudamiento

El marco legal que regula el endeudamiento público externo e interno del Perú se fundamenta en el artículo 75° de la Constitución Política del Perú<sup>15</sup>, según el cual las operaciones de endeudamiento del Estado se aprueban únicamente por ley. Sobre la base de este artículo y en concordancia con lo dispuesto por el artículo 78° de la Constitución<sup>16</sup>, anualmente se aprueba la Ley de Endeudamiento Público<sup>17</sup>, la cual fija los montos máximos, requisitos y demás condiciones para las operaciones de endeudamiento interno y externo del Gobierno Central. Adicionalmente, esta Ley regula el Endeudamiento del Sector Público (Instancias Descentralizadas y Empresas Públicas), así como lo relativo a los aportes y contribuciones a los organismos multilaterales de crédito en los cuales el Estado peruano forma parte.

Por otro lado, en diciembre de 1980 se sancionó la Ley General de Endeudamiento Público Externo<sup>18</sup>, la cual ha venido siendo modificada por las diversas leyes anuales de endeudamiento público conforme a la evolución del contexto interno y externo del mercado de capitales (renegociación de la deuda pública mediante el Plan Brady y en el Club de París, concertaciones con organismos multilaterales, etc.).

## 2.2 Administración y Ejecución del Endeudamiento Público.

La entidad responsable de elaborar e implementar la estrategia global para la administración de la deuda es la Dirección General de Crédito Público (DGCP), la cual forma parte del organigrama del Vice Ministerio de Hacienda del Ministerio de Economía y Finanzas. En lo que se refiere específicamente al endeudamiento externo, el órgano responsable de su administración es el Comité de la Deuda Externa.

---

<sup>15</sup> Constitución Política del Perú, Artículo 75°.- De la Deuda Pública

“El Estado sólo garantiza el pago de la deuda pública contraída por gobiernos constitucionales de acuerdo con la Constitución y la ley.

Las operaciones de endeudamiento interno y externo del Estado se aprueban conforme a ley.

Los municipios pueden celebrar operaciones de crédito con cargo a sus recursos y bienes propios, sin requerir autorización legal.”

<sup>16</sup> Constitución Política del Perú, Artículo 78°.-Proyectos de Ley de Presupuesto, Endeudamiento y Equilibrio Financiero “El Presidente de la República envía al Congreso el proyecto de Ley de Presupuesto dentro de un plazo que vence el 30 de agosto de cada año.

En la misma fecha, envía también los proyectos de ley de endeudamiento y de equilibrio financiero.

El proyecto presupuestal debe estar efectivamente equilibrado.

Los préstamos procedentes del Banco Central de Reserva o del Banco de la Nación no se contabilizan como ingreso fiscal.

No pueden cubrirse con empréstitos los gastos de carácter permanente.

No puede aprobarse el presupuesto sin partida destinada al servicio de la deuda pública.”

<sup>17</sup> Ley N° 27424, Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2001, publicada en el diario oficial El Peruano el 14 de febrero del 2001.

<sup>18</sup> Decreto Legislativo N° 5, publicado en el diario oficial El Peruano el 30 de diciembre de 1980

La Dirección General de Crédito Público administra y ejecuta las operaciones de endeudamiento público de acuerdo a los parámetros delineados por las leyes anuales de endeudamiento público. Paralelamente, existen otras normas complementarias que legislan aspectos referidos a la consecución de las indicadas operaciones<sup>19</sup>, así como a la implementación de las mismas, entre las que se encuentran las directivas sobre desembolsos<sup>20</sup>, registro, pagos, recuperación de honras de aval<sup>21</sup>, etc.

La administración de la deuda pública supone la negociación de nuevos contratos de deuda, operaciones de administración de deuda y la administración de riesgos. Adicionalmente, la Dirección General de Crédito Público debe garantizar el cumplimiento de las Políticas Generales y proponer los cambios necesarios para lograr un mejor equilibrio de la relación Riesgo-Rentabilidad.

### **2.3 Fiscalización y Control**

De acuerdo al artículo 82° de la Constitución Política del Perú<sup>22</sup>, las funciones de fiscalización y control de las operaciones de endeudamiento público recaen en la Contraloría General de la República. Esta, en aplicación de la Ley del Sistema Nacional de Control<sup>23</sup>, realiza un control posterior y selectivo sobre las operaciones de endeudamiento público que son concertadas y garantizadas por el Gobierno Central en un ejercicio fiscal determinado. Para tal fin, la Contraloría establece un conjunto de políticas, normas, métodos y procedimientos técnicos para ejercer control gubernamental y evaluar la gestión, captación y el uso de recursos por la Dirección General de Crédito Público.

---

<sup>19</sup> Decreto Supremo 035-2000-EF, Lineamientos que regulan las gestiones para la consecución de operaciones de Endeudamiento Externo a plazos mayores a un año, publicado en el diario oficial El Peruano el 19 de abril del 2000, y; Resolución Ministerial N° 078-2000-EF-75, Lineamientos que Regulan las Concertaciones de Endeudamiento Externo para Financiar Proyectos del Sector Público, publicada en el diario oficial El Peruano el 19 de abril del 2000.

<sup>20</sup> Decreto Supremo N° 082-99-EF, publicado en el diario oficial El Peruano el 26 de mayo de 1999; Resolución Ministerial N° 112-99-EF/75, Directiva que establece Procedimiento de Desembolsos de Operaciones de Endeudamiento Externo e Interno del Gobierno Central y sus Garantías, publicada en el diario oficial El Peruano el 26 de mayo de 1999, y; Resolución Directoral N° 022-99-EF/77.15, Directiva de Tesorería para el manejo de fondos provenientes de desembolsos de Operaciones de Endeudamiento Externo e Interno, también publicada en el diario oficial El Peruano el 26 de mayo de 1999.

<sup>21</sup> Decreto Supremo N° 043-2000-EF, Directiva que establece el Procedimiento de Aprobación y Recuperación de las Honras de Aval, publicado en el diario oficial El Peruano el 31 de marzo de 1999

<sup>22</sup> Constitución Política del Perú, Artículo 82°.-La Contraloría General de la República  
La Contraloría General de la República es una entidad descentralizada de Derecho Público que goza de autonomía conforme a su ley orgánica. Es el órgano superior del Sistema Nacional de Control. Supervisa la legalidad de la ejecución del Presupuesto del Estado, de las operaciones de la deuda pública y de los actos de las instituciones sujetas a control.

El Contralor General es designado por el Congreso, a propuesta del Poder Ejecutivo, por siete años. Puede ser removido por el Congreso por falta grave.

<sup>23</sup> Ley 26162, Ley del Sistema Nacional de Control, publicada en el diario oficial El Peruano el 30 de diciembre de 1992.

## 2.4 La Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal

Recientemente se dictó la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal<sup>24</sup> y su reglamento<sup>25</sup> con el objeto de establecer reglas macro fiscales para los próximos 5 años, incluyendo el endeudamiento público externo e interno, entre otras variables. Esta Ley contiene disposiciones sobre parámetros y autorizaciones de endeudamiento público, así como de gestión y ejecución, pero en esencia es una herramienta útil para la fiscalización y control.

En efecto, la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal fija las reglas macro fiscales a que deben sujetarse las leyes anuales de endeudamiento público<sup>26</sup>, así como sus respectivas excepciones<sup>27</sup>.

Adicionalmente, con la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal se crea el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) con el objetivo de contrarrestar los efectos de una disminución en los ingresos corrientes de la fuente de financiamiento de recursos

---

<sup>24</sup> Ley N° 27245, Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal, publicada en el diario oficial El Peruano el 27 de diciembre de 1999.

<sup>25</sup> Decreto Supremo N° 039-2000-EF, Reglamento de la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal, publicada en el diario oficial El Peruano el 27 de diciembre del 2000.

<sup>26</sup> Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal, Artículo 4.- Reglas numéricas

Las Leyes anuales de Presupuesto, de endeudamiento y de equilibrio financiero, los créditos suplementarios, y la ejecución presupuestal, se sujetarán a las siguientes reglas:

1. El déficit fiscal anual del Sector Público Consolidado no podrá ser mayor al 1% (uno por ciento) del PBI;

2. El incremento anual del gasto no financiero del Gobierno General no podrá exceder a la tasa de inflación promedio anual más 2 (dos) puntos porcentuales. Para este efecto se incluirá como gasto toda transferencia o crédito con aval de la República;

3. El endeudamiento público a mediano plazo deberá ser consistente con el principio de equilibrio o superávit fiscal señalado en el Artículo 2 de la presente Ley. La deuda total del Sector Público Consolidado no podrá incrementarse por más del monto del déficit de dicho Sector, el cual está limitado por los topes de esta Ley, corregido por la diferencia atribuible a variaciones en las cotizaciones entre las monedas, la emisión de nuevos bonos de reconocimiento, variaciones en los depósitos del Sector Público Consolidado, y las deudas asumidas por el Sector Público Consolidado, para lo cual deberá tenerse en cuenta la capacidad de pago del país;

4. En los años de elecciones generales se aplicará, adicionalmente, lo siguiente:

a) El gasto no financiero del Gobierno General ejecutado durante los primeros 7 (siete) meses del año, no excederá el 60% (sesenta por ciento) del gasto no financiero presupuestado para el año; y,

b) El déficit fiscal del Sector Público Consolidado correspondiente al primer semestre del año fiscal no excederá el 50% (cincuenta por ciento) del déficit previsto para ese año.

<sup>27</sup> Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal, Artículo 5.- Reglas de excepción

5.1 En casos de emergencia nacional o de crisis internacional que puedan afectar seriamente la economía nacional, a solicitud del Poder Ejecutivo, el Congreso de la República puede suspender por el año fiscal correspondiente la aplicación de cualquiera de las reglas señaladas en el Artículo 4 de la presente Ley.

5.2 Asimismo, previo informe del Ministro de Economía y Finanzas al Congreso, cuando exista evidencia suficiente de que el PBI en términos reales está decreciendo o pudiera decrecer el año fiscal siguiente, no será obligatorio el cumplimiento de lo dispuesto en el numeral 1 del referido Artículo 4 para el año correspondiente, sin que en ningún caso el déficit pueda exceder el 2% (dos por ciento) del PBI.

ordinarios. EL FEF es administrado por un directorio que está compuesto por el Ministro de Economía y Finanzas, el Presidente del Banco Central de Reserva y un representante del Consejo de Ministros. Los recursos del FEF provienen de cualquier exceso en el monto de los ingresos corrientes de la fuente de financiamiento de recursos ordinarios, el 75% (setenta y cinco por ciento) de los ingresos líquidos de cada operación de venta de activos por privatización, y el 50% (cincuenta por ciento) de los ingresos líquidos por concesiones del Estado.

Finalmente, un aporte importante de esta Ley en materia de transparencia fiscal es la obligación que impone al Ministerio de Economía y Finanzas de elaborar y publicar cada año el Marco Macroeconómico Multianual (MMM). El MMM debe contener las proyecciones macroeconómicas del año para el que se está elaborando el presupuesto y para los tres años siguientes. El MMM debe ser aprobado cada año por el Consejo de Ministros, previa opinión técnica del Banco Central de Reserva<sup>28</sup>.

## **2.5 Vacíos y defectos del marco legal vigente**

Es importante señalar que el marco legal descrito no otorga mandatos claros respecto a objetivos, administración de riesgos y obligación de desarrollar una estrategia de administración de deuda de mediano plazo. Si bien es cierto que la ley anual autoriza la realización de operaciones de cobertura tales como swaps de tasas y monedas, éstas no se realizan por falta de reglamentación, definición de responsabilidades y capacitación.

Por ejemplo, si hoy se quisiera hacer una operación de cobertura se tendría que elaborar un informe al ministro de economía para que apruebe la operación, y dicho informe debería sugerir un procedimiento de control y auditoría de manera que la responsabilidad quede calara.

Sin embargo, a pesar de la autorización, el manejo activo de los pasivos requiere más que eso:

- La administración de los riesgos de mercado requiere de objetivos claros. Las decisiones de eliminar riesgos no responden sólo a la volatilidad de las tasas sino que debe existir una política clara respecto a los niveles de riesgo que se quiere tener (portafolio benchmark).
- Los diferentes procedimientos operativos y de control para cotizar, para tomar decisiones y para realizar un control o auditoría deben estar claramente definidos.
- Se requiere un personal técnico capacitado para poder realizar operaciones de cotización, valorización antes y después de la operación, seguimiento de los mercados, relación comercial con los bancos de inversión, etc.

---

<sup>28</sup> El Marco Macroeconómico Multianual 2002-2004 se publicó en El Peruano el 4 de junio del 2001y prevé para el período 2002-2004 una inflación anual en un rango de 2 a 2,7 %, crecimiento del PBI alrededor del 5,5% y un stock de reservas internacionales netas a fines del año 2004 del orden de los US\$ 9,685 millones (equivalente a 12 meses de importación).

- Para poder realizar las operaciones de cobertura se requiere los acuerdos contractuales con los diferentes bancos. La negociación de estos contratos puede tomar entre 3 y 6 meses y todavía no se ha iniciado ninguna gestión.

Finalmente, para corregir algunos de los problemas mencionados, en agosto del año 2000 la Dirección General de Crédito Público presentó una propuesta de Ley Marco de Endeudamiento Público.

### **3. Estructura Organizacional**

Las entidades que tienen injerencia en la administración de la Deuda Pública, son:

- *Entidad Administradora de la Deuda Pública:* Dirección General de Crédito Público que depende del Ministerio de Economía y Finanzas.
- *Órgano de Política: Comité de la Deuda Externa,* que depende del Ministerio de Economía y Finanzas.
- *Organos de Apoyo:* Banco de la Nación y Banco Central de Reserva.
- *Entidades Fiscalizadoras:* Contaduría General de la Nación y Contraloría General de la Nación.

#### **3.1 Dirección General de Crédito Público (DGCP)**

Como hemos señalado líneas arriba, la Dirección General de Crédito Público es la entidad responsable de elaborar e implementar la estrategia global para la administración de la deuda. Esta entidad depende del Vice Ministerio de Hacienda del Ministerio de Economía y Finanzas.

La actual Dirección General cuenta con una Dirección General y Dirección Ejecutiva (como órgano de dirección) y con tres órganos de línea, la Dirección de Gestión de endeudamiento, la Dirección de Análisis y valoración de riesgos y la Dirección de Control y Administración de endeudamiento

Se han llevado a cabo esfuerzos en los últimos años, para contar con un sistema mecanizado integral, que cubra todos los aspectos que pueden ser incorporados dentro de un sistema de cómputo. No obstante ello, la repetición de procesos todavía se viene dando, lo que atenta contra la rapidez y eficiencia que debe mostrar una oficina que centraliza y contabiliza todos los desembolsos y pagos de la deuda.

#### **3.2 Comité de Deuda Externa**

En 1991 se crea el Comité de Deuda Externa, encargado de efectuar la reprogramación de la deuda externa, así como de llevar a cabo las funciones establecidas en la Ley de Endeudamiento Público Externo.

Su composición actual es la siguiente:

- El Ministro de Economía y Finanzas, quien lo preside.

- Un representante del Presidente de la República, que actúa como Vicepresidente.
- Un Secretario Ejecutivo.
- El Vice Ministro de Relaciones Exteriores.
- El Vice Ministro de Hacienda.
- Un representante del Banco Central de Reserva.
- Un representante del Banco de la Nación.
- Un representante del Ministerio de Economía.

La Dirección General de Crédito Público actúa como secretaría técnica del Comité.

### **3.3 Organos de Apoyo**

El Banco de la Nación y el Banco Central de Reserva colaboran con en el Comité de Deuda Externa. Entre las funciones del Banco de la Nación se cuentan las de efectuar, por delegación, las operaciones de las subcuentas del Tesoro Público, así como proporcionar al Gobierno Central servicios bancarios para la administración de los fondos públicos. Adicionalmente, y cuando el Ministerio de Economía y Finanzas lo requiere y autoriza, puede actuar como Agente Financiero del Estado y atender el servicio de la Deuda Pública Externa.

## **IV Diagnóstico del Portafolio de Pasivos del Estado**

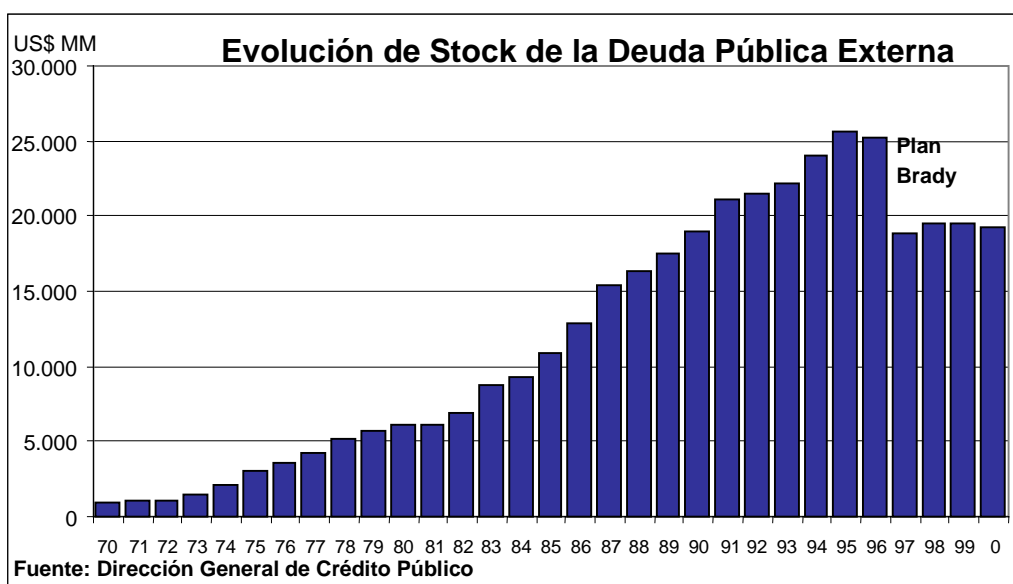
Este capítulo describe la evolución histórica de la deuda pública y realiza un diagnóstico del portafolio actual de la misma, así como de las obligaciones y contingencias del Estado. Al respecto, es importante destacar que el Módulo de Deuda Pública del Portal de Transparencia Económica del Ministerio de Economía y Finanzas presenta información tanto de la situación actual de la deuda pública peruana como de las proyecciones de los próximos 40 años. Esta base de datos permite responder preguntas sobre el monto total de la deuda externa e interna del Perú; sobre los países acreedores, las monedas y tasas de interés en que se han contraído las deudas, la composición del servicio de la deuda en el año, los desembolsos que se reciben en el año. Adicionalmente, en la página Web de la Dirección General de Crédito Público se presenta información histórica detallada tanto de la deuda pública externa como interna<sup>29</sup>.

### **1. Evolución Histórica de Deuda Externa**

Durante las tres últimas décadas la deuda pública externa de mediano y largo plazo se ha incrementado de US\$ 945 millones a fines de 1970 a US\$ 19,205 millones a fines del 2000.

---

<sup>29</sup> La dirección del Portal de Transparencia Económica es <http://transparencia-economica.mef.gob.pe/>, y la de la Dirección General de Crédito Público es <http://www.mef.gob.pe/DGCP/index.htm>



Durante las tres últimas décadas, los altos niveles de endeudamiento alcanzados, el incremento del costo de los recursos por incrementos en las tasas de interés y la periódica falta de recursos de la Caja Fiscal, han llevado a nuestro país en distintas oportunidades, a caer en atrasos en el pago de compromisos, lo que ha obligado a plantear diversas estrategias para negociar y acordar principalmente con los acreedores del Club de París y de la Banca Internacional, nuevos esquemas de reprogramación de pagos, a fin de buscar un alivio de la presión del pago del servicio de la deuda.

El alivio logrado en el marco de los acuerdos del Club de París y el plan Brady entre 1996 y 1997, explican una reducción del monto de la deuda en 27% que la llevan la deuda de US\$ 25 652 millones a US\$ 18,787 millones en 1997.

Los desembolsos provenientes de financiamiento externo han tenido diferentes destinos, en las últimas tres décadas, los desembolsos destinados a defensa representan el 16% del total y los créditos de libre disponibilidad, que se vienen utilizando desde principios de los 90, para financiar la caja fiscal, representa el 14%. En el siguiente cuadro se muestra mayor detalle al respecto.

### Concertaciones por Destino y por Período

	Proyectos		Alimentación y ayuda Social		Defensa		Antes de Libre Disponibilidad		Libre disponibilidad	Total
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%		
1971-1975	2496	19	278	17	480	11	3254	17		3254
1976-1980	2719	21	528	33	1756	41	5003	26		5003
1981-1985	477	4	570	36	1463	34	2510	13		6803
1986-1990	1421	11	188	12	446	10	2055	11		2055
1990-2000	5959	46	26	2	180	4	6165	32	3919	10084
1971-2000	13072	100	1590	100	4325	100	18987	100	3919	27199

Fuente: Dirección General de Crédito Público

Asimismo, en el cuadro anterior se puede apreciar que las concertaciones totales de deuda desde 1970 hasta el 2000 fueron de US\$ 27,199 millones.



A continuación se hace una rápida revisión de aspectos importantes ligados al desenvolvimiento de la deuda en cada una de las tres décadas.

### **1.1 Período 1970 – 1980.**

Al cierre de 1969 el saldo de la deuda pública externa de mediano y largo plazo ascendía a US\$ 875 millones.

Entre 1971 y 1975 las concertaciones de nuevos endeudamientos externos se fueron incrementando gradualmente, Durante dicho período la orientación principal de los créditos concertados estuvo dirigida al rubro inversión en sectores de la producción, salud, transporte y comunicaciones (US\$3,038 millones), y Defensa Nacional (US\$692 millones).

### **1.2 Período 1980 – 1990.**

Al comenzar este período el saldo de la deuda pública externa de mediano y largo plazo ascendía a US\$ 6 044 millones, al finalizar era de US\$18,934 millones.

El año 1982, fue particularmente difícil para la región latinoamericana en lo que respecta a la disponibilidad de recursos en el mercado financiero internacional. Por ejemplo, en abril de ese año, se produjo el conflicto entre Argentina e Inglaterra por la posesión de las Islas Malvinas. A esto debemos agregar la crisis de deuda que se inicio en setiembre de 1982, el efecto de esta crisis fue el cierre de los mercados financieros a los países en desarrollo.

Asimismo, durante 1982 y 1983 nuestra economía se ve afectada por factores como la caída de la cotización de nuestros principales productos mineros, el impacto de la recesión mundial, la difícil situación de los pagos internacionales y el Fenómeno del Niño, acontecimientos que afectaron negativamente nuestra Balanza de Pagos, creando una situación de emergencia nacional y la necesidad de asegurar el equilibrio externo de la economía del país.

Para junio de 1984, el gobierno se encontraba con graves problemas fiscales que imposibilitaron un cumplimiento cabal del acuerdo con el FMI, y que originaron que se incumpla con los términos de las reestructuraciones efectuadas, por lo que no se suscribió la mayor parte de los Convenios Bilaterales con el Club de París, retrasándose así mismo el pago de los compromisos contraído con la banca internacional. A fines de 1984, los atrasos en el servicio superaban los US\$ 1 000 millones.

En el periodo 1985-1990 se decidió no destinar más del 10% de las exportaciones como servicio de deuda. Esto significó que la deuda peruana sea declarada Valor Deteriorado y el Perú sea declarado Inelegible por parte del FMI y Banco Mundial.

A pesar de la notable disminución de las nuevas concertaciones de créditos externos en dicho período, la deuda pública aumentó en US\$ 8,130 (US\$ 10,902 millones en 1985 versus US\$ 18,934 millones a diciembre de 1990). Es

decir, creció en alrededor del 74%, por la acumulación de los intereses no pagados y las moras correspondientes. En 1990 la deuda ascendía a 62% del PBI.

### 1.3 Período 1990 – 2000.

El inicio de esta década encontró al país sin ninguna posibilidad de financiamiento externo y en una desastrosa situación económica. El Perú era inelegible y las primeras medidas del gobierno se orientaron a estabilizar la inflación y generar un mayor ingreso fiscal.

A inicios de los noventa, se diseñó una estrategia que contemplaba un proceso progresivo de arreglo con los acreedores que se iniciaría con la normalización de las obligaciones contractuales con los Organismos Financieros Internacionales para luego, con el apoyo de estos, se propiciaría un entendimiento con los gobiernos agrupados en el Club de París y posteriormente con la banca internacional y el resto de acreedores.

En 1991, el Perú inició conversaciones con los acreedores agrupados en el Club de París, a fin de llegar a un arreglo dentro de un esquema conocido como “Términos de Houston”. En setiembre de ese año, se concretó dicho acuerdo, mediante el cual se reestructuraron los atrasos que a esa fecha ascendían a alrededor de US\$ 7 000 millones, asimismo, se consiguió el alivio de los vencimientos comprendidos entre octubre de 1991 y diciembre de 1992.

Luego de un largo proceso de conciliación, recolección de documentos y la elección del tipo de bono por cada acreedor en marzo de 1997 se cerró el acuerdo definitivo con la Banca internacional por medio del cual más de US\$ 10 000 millones de deuda original, fueron transformados en aproximadamente US\$ 4 873 millones en bonos.

En suma, como se puede observar en el siguiente cuadro, el mayor crecimiento de la deuda externa se dio en el periodo 1985-1990, durante el cual ésta se incrementó en US\$ 8,130 MM, siendo una de las causas de este incremento la moratoria en que se incurrió en ese período. La década del 90 registró un incremento neto de la deuda externa de US\$ 1,000 millones que equivale a un crecimiento del stock en 5%.

**Aumento del Stock de Deuda Externa por Período**

Período	Incremento en US\$ MM	% del total	Variación % en el stock de deuda
1970 – 1974	1.679	10%	178%
1975 – 1979	3.280	19%	125%
1980 – 1985	4.173	24%	71%
1985 – 1990	8.130	47%	81%
1990 – 2000	1.000	6%	5%
1970 - 2000	17262	100%	

Fuente: Data Pagina Web, Dirección General de Crédito Público

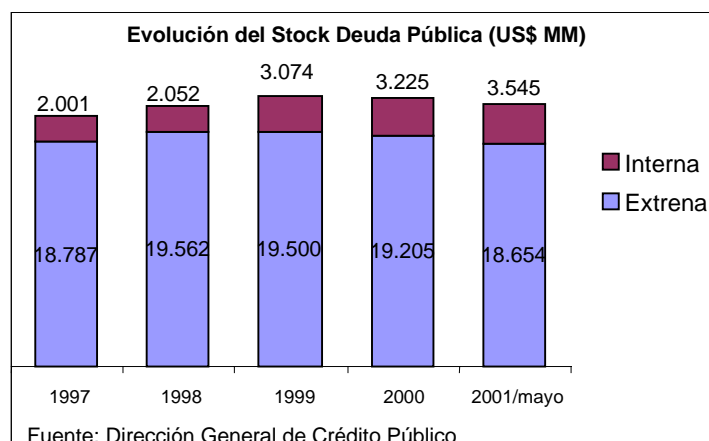
El incremento marginal de la deuda (igual a la suma de las concertaciones, multas y moras e intereses en suspenso, menos las amortizaciones, prepagos y condonaciones.) desde 1970 hasta el año 2000 fue de US\$18,262 millones, siendo el período entre 1985 y 1990 el de mayor incremento, el mismo que es equivalente al 47% del incremento total.

## 2. Portafolio Actual de la Deuda Pública

A continuación se presenta la situación del portafolio de deuda pública interna y externa al 31 de mayo del 2001.

### 2.1 .Stock de la Deuda Pública.

La deuda pública asciende al 31 de mayo del 2001 a US\$ 22,200 MM, de los cuales la deuda externa es US\$ 18,654 MM (84%) y la deuda interna es US\$ 3545 MM (16%). En el caso de la deuda externa la disminución de 19,205 en diciembre del 2000 a 18,654 en mayo del 2001 está explicado principalmente por la devaluación del yen respecto al dólar.



#### a. Deuda Pública Interna

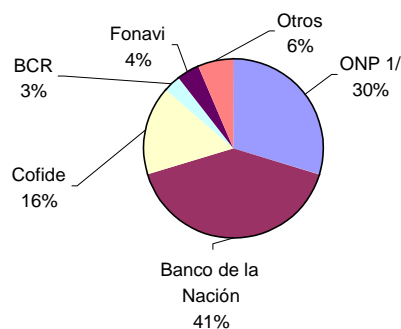
La Deuda Pública Interna tiene 2 principales acreedores: los bonos de reconocimiento de la deuda previsional de las personas que se afiliaron al Sistema Privado de Pensiones, a cargo de la Oficina de Normalización Previsional (ONP) y el Banco de la Nación los mismos que son presentados en forma desagregada en los anexos A y B. En el caso del Banco de la Nación, a su vez, la deuda tiene dos componentes, créditos principalmente en dólares por US\$ 968 MM y Bonos por US\$ 456 MM. Los bonos que se emitieron desde 1998 para apoyar y consolidar el sistema financiero están considerados como COFIDE, lo mismo que es corroborado en el anexo C en el siguiente cuadro.

### Deuda Pública Interna por Acreedor

Acreedor	Monto (US\$ MM)
ONP 1/	1.054
Banco de la Nación	1.436
Cofide	575
BCR	104
Fonavi	153
Otros	223
<b>Total</b>	<b>3.545</b>

Dirección General de Crédito Público

1/ Esta cifra considera los valores nominales de la emisión de bonos de reconocimiento en los años 1992 y 1996, por lo que no incluye el ajuste por índice de precios al consumidor.



Fuente: Dirección General de Crédito Público

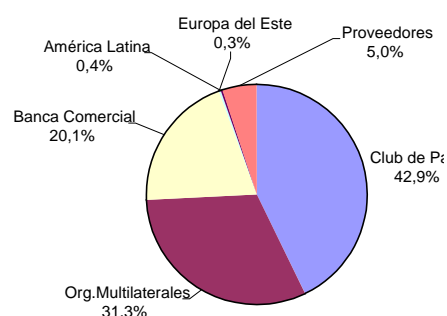
### b. Deuda Pública Externa

La deuda externa está altamente concentrado en Club de París<sup>30</sup> y Organismos Multilaterales<sup>31</sup>, ambos representan el 75% de toda la deuda externa. La deuda de la Banca Comercial<sup>32</sup> se encuentra principalmente en Bonos Brady, que a la fecha el stock es de US\$ 3,727 MM y la deuda de Proveedores<sup>33</sup> asciende a US\$ 918 millones de los cuales, el principal acreedor es JAPECO por US\$ 862 MM.

#### Deuda Pública Externa por Fuente

Acreedor	Monto (US\$ MM)
Club de París	7.949
Org.Multilaterales	5.843
Banca Comercial	3.727
Proveedores sin Garantía	918
América Latina	77
Otros	140
<b>Total</b>	<b>18.654</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público



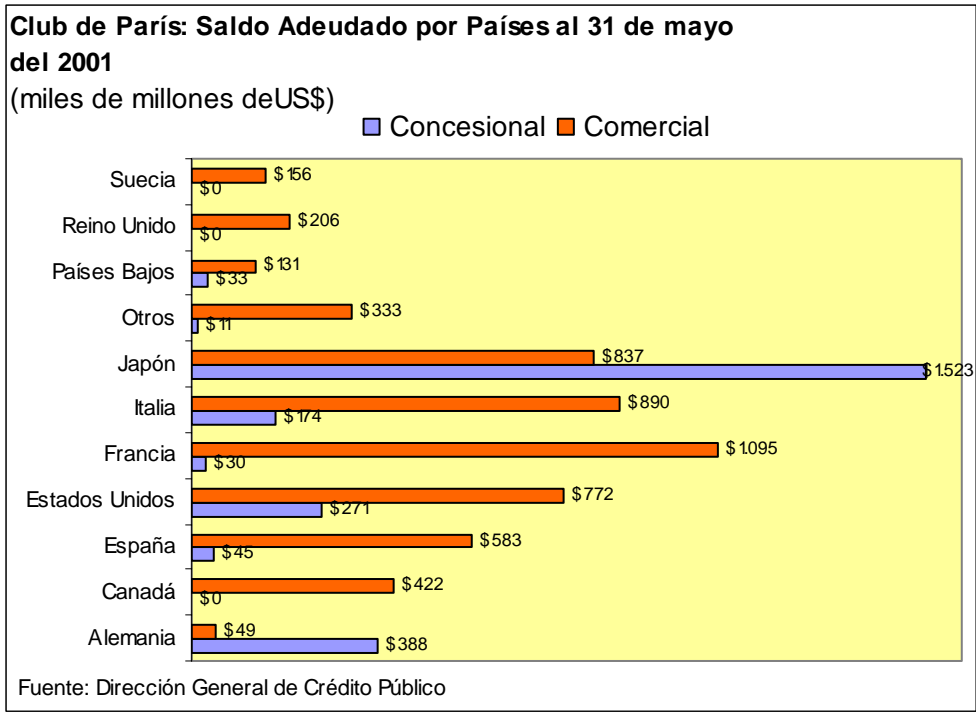
Dentro de la deuda de Club de París, el país que mayor saldo adeudado tiene es Japón que representa el 30% del total. La deuda concesional, esta a condiciones financieras bastante favorables representa el 31% del total.

<sup>30</sup> Para mayor detalle ver anexo D

<sup>31</sup> Para mayor detalle ver anexo E

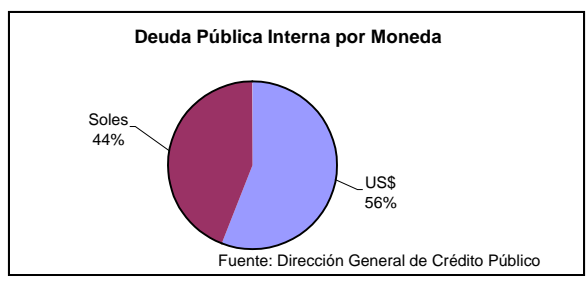
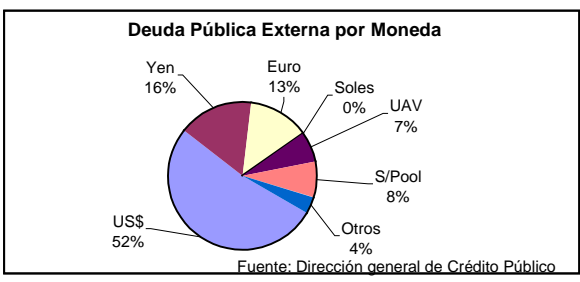
<sup>32</sup> Para mayor detalle ver anexo F

<sup>33</sup> Para mayor detalle ver anexo G

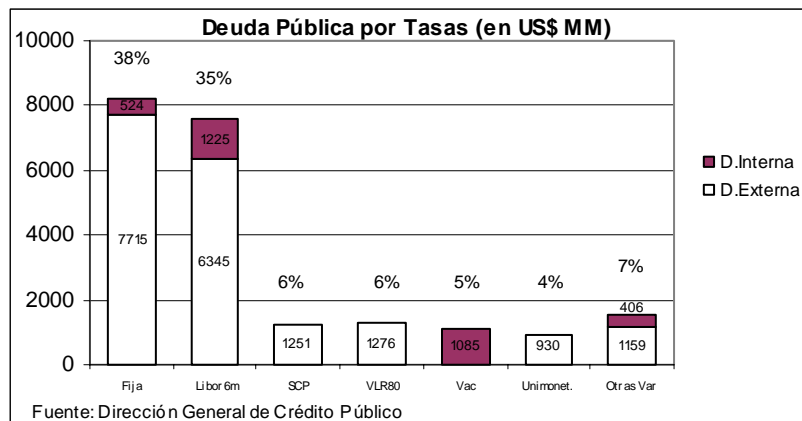


**2.2. Estructura por Monedas y por Tasas de interés**

El portafolio de deuda pública está denominada principalmente en moneda extranjera, solo un 7% está denominados en soles (estos son los bonos de reconocimiento). La deuda en dólares, que es la más importante dentro del portafolio, esta representa el 53% del total. Las canastas de monedas del Banco Mundial (S/pool) y la del BID (UAV) representan juntas el 13%.

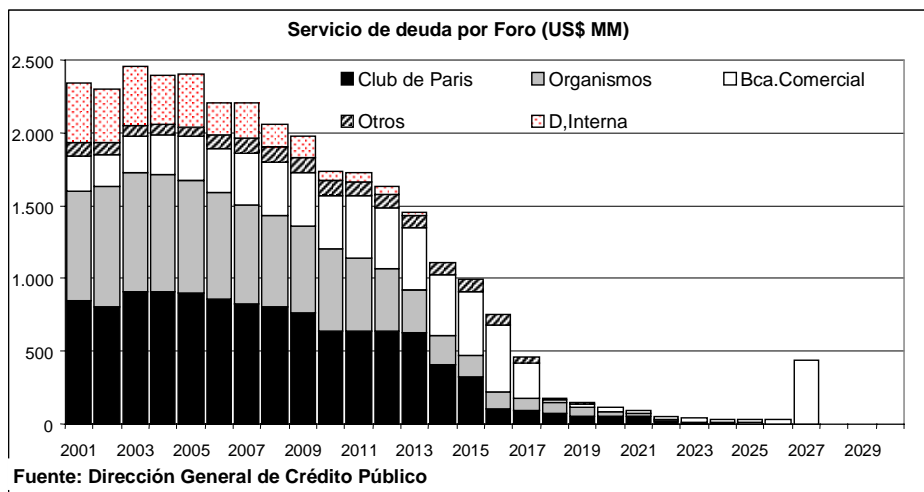


El 38 % del portafolio de deuda esta denominada en tasa fija y el 62 % en tasa flotante, dentro de las tasas flotantes la LIBOR 6M es la que mayor importancia tiene (32.6%). Los bonos Brady están considerados como tasa flotante; aunque recién empezarán a variar con la LIBOR 6M a partir del 2005. Los bonos de reconocimiento reditúan una tasa de interés igual a la inflación (VAC).



### 2.3 Servicio de Deuda Proyectado.

El servicio de la deuda proyectada para el período 2001-2005 es alta y genera una presión importante sobre la caja fiscal. Tal como observamos en el gráfico siguiente, el servicio de deuda para este período en promedio anual es de US\$ 2,380 MM. La concentración del servicio de deuda por acreedor esta también concentrado en Club de París y Organismos Multilaterales.



### 2.4 Costo Financiero

Las tasas de interés que se tiene en el portafolio actual, son relativamente bajas. Por ejemplo, la deuda denominada en dólares, tiene un costo promedio de aquellas que tienen tasa fija es de 4.4% y de las que están indexadas a la Libor 6M, el spread promedio es de 110 bps. En el cuadro siguiente se resumen el promedio ponderado del 74% del portafolio de deuda.

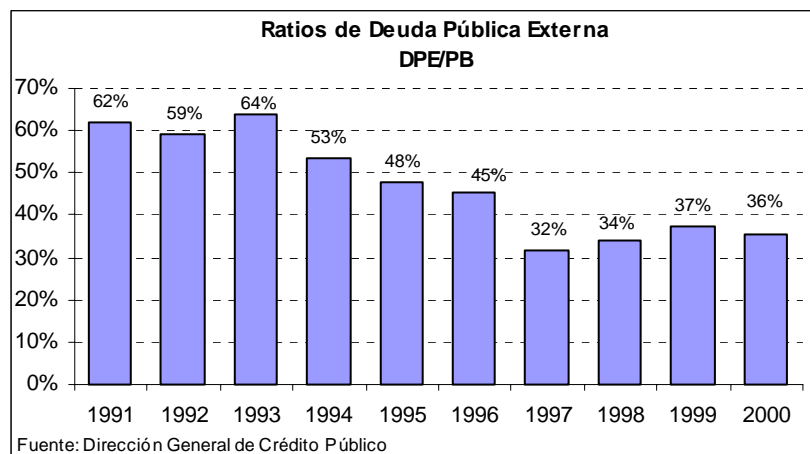
	Stock		Tasa
	US\$ MM	%	
Dólares			
Fija	2319	14	4,40%
Variable	7560	46	Libor 6m + 1,1%
Euros			
Fija	2232	14	5,30%
Yenes			
Fija	3103	19	2,90%
Nuevos Soles			
Variable	1081	7	Vac + 0%
Sub Total	16295	100	

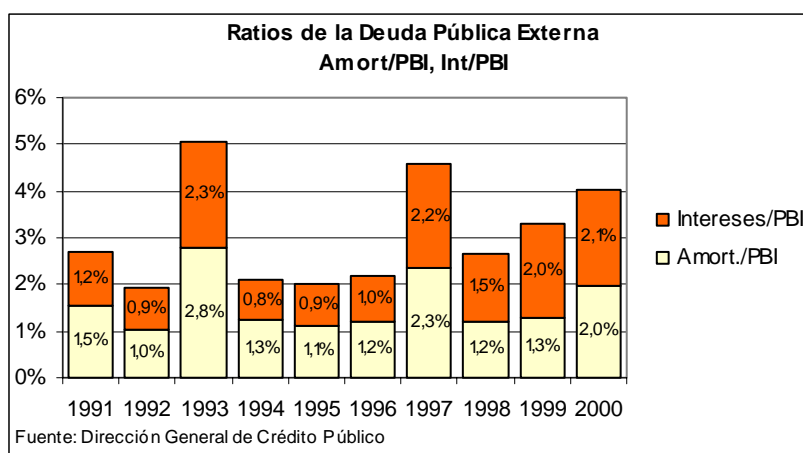
Fuente: Dirección General de Crédito Público

## 2.5 Ratios de Sostenibilidad

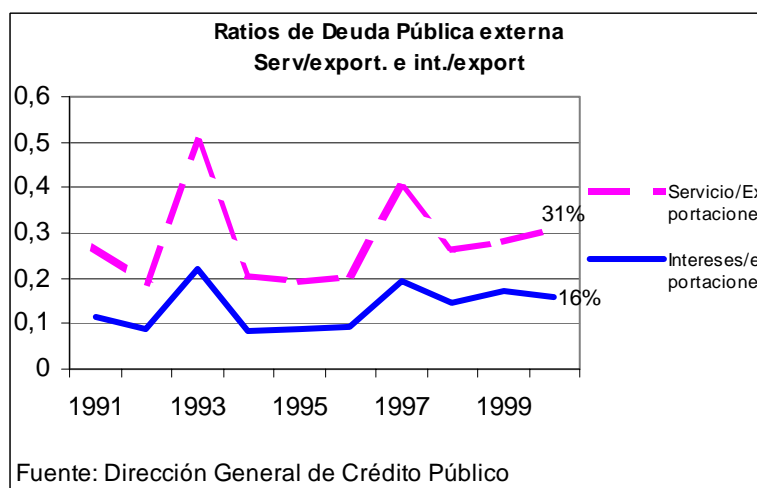
Al inicio de los noventa, la deuda pública externa representaba el 62% del PBI. Gracias al Plan Brady se logró reducir en 1997 a 32% del PBI. Desde 1998 la deuda se ha mantenido en niveles de 35%. La deuda pública interna, la que al cierre del 2000 representaba 6% de la deuda pública total.

El ratio del servicio de deuda/PBI desde 1998 viene incrementándose. Al cierre del 2000 representó el 4.1%, los intereses representan el 2.1% del PBI. El peso de este servicio sobre el Presupuesto de la República es de aproximadamente 23%,





El servicio de deuda respecto a las exportaciones en los últimos 3 años se ha incrementado ligeramente, este ratio mide de alguna manera la capacidad de pago de la deuda externa con nuestras exportaciones.



### 3. Identificación de Riesgos en el Portafolio Peruano.

En esta sección se presentará una evaluación de los potenciales riesgos a los que el Perú se encuentra expuesto debido a la composición de sus pasivos.

#### 3.1 Riesgos de Mercado.

Como se mencionó anteriormente, los riesgos de mercado están asociados al tipo de moneda y tasa de interés del Portafolio. En este sentido, en el caso peruano su portafolio está denominado en moneda extranjera en más del 90%, siendo el dólar la moneda de mayor peso dentro del mismo, lo que evidencia una exposición muy grande al riesgo de tipo de cambio. De similar manera, el portafolio está denominado en tasa flotante por aproximadamente el 60% del stock, siendo la Libor la de mayor importancia.



Lo anterior implica que tanto la volatilidad de las diferentes monedas respecto al sol como la volatilidad de las diferentes tasas de interés generan una alta volatilidad en el servicio de deuda.

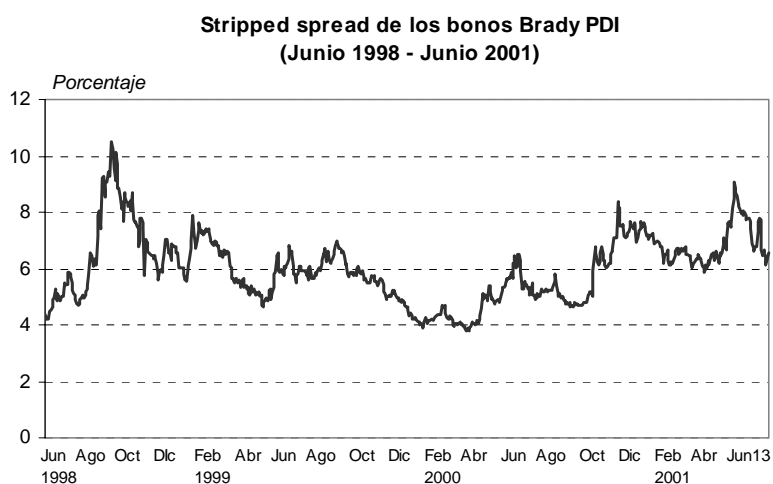
### 3.2 Riesgo de Renovación y Liquidez.

De acuerdo a las nuevas proyecciones de flujo de caja, las necesidades de financiamiento para el año 2001 tienen un valor esperado de US\$ 1 800 millones. De otro lado, si el déficit fiscal para el 2001 se eleva de 1.5% a 2%, se requerirían US\$ 300 millones adicionales, aumentando los requerimientos de financiamiento a US\$ 2,100 millones. En ese sentido, un escenario tentativo induciría a considerar un estimado de financiamiento de alrededor de US 2000 millones para el año 2001 y montos similares para los próximos años,

### 3.3 Riesgo País

El riesgo país medido por el Stripped Spread es el diferencial de rentabilidades que existe entre un bono Brady peruano y un instrumento financiero alternativo, que en este caso es un bono del tesoro de los Estados Unidos de maduración equivalente al bono PDI peruano. Como la rentabilidad de este bono no depende de ninguna garantía asociada, el análisis de la rentabilidad del bono PDI permite observar directamente el riesgo de pago del deudor tal como lo percibe el mercado. De este modo, un mayor spread o diferencia entre la tasa de interés que paga el bono peruano y la que paga el bono norteamericano, indicará un mayor riesgo país. Como el rendimiento de un instrumento de renta fija, como los bonos Brady o los bonos del tesoro de Estados Unidos, se mueve en sentido inverso a los precios del instrumento, un aumento en el precio de los bonos Brady (y por lo tanto una menor rentabilidad del bono) o una caída en el precio de los bonos del tesoro de Estados Unidos (y por lo tanto un mayor rendimiento) se traduce en una reducción del diferencial de riesgo entre ambos tipos de bonos.

El Stripped Spread de los bonos Brady, se incrementa principalmente de acuerdo a la evolución de tres tipos de factores: (i) la evolución de las variables económicas fundamentales de una economía, (ii) la situación política doméstica y (iii) por eventuales riesgos en la región.



### **3.4 Riesgo Político.**

Este riesgo ha significado en el pasado, la falta de continuidad en la administración de deuda y las decisiones cortoplacistas en dicho manejo. El riesgo Político tiene una implicancia directa en la calificación del riesgo país y por lo tanto en el costo del financiamiento.

Un paso muy importante para reducir el riesgo político respecto de la política fiscal, haciéndola más previsible es, sin duda, la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal aprobada en 1999, por la cual se obliga al Ministerio de Economía a elaborar un Marco Macroeconómico Multianual que pretende definir los lineamientos de la política económica en el mediano plazo. En este Marco se definen, entre otras cosas, criterios cuantitativos de política muy claros respecto al incremento de la deuda, por ejemplo que ésta no debe exceder el déficit fiscal. Adicionalmente, es muy importante que se establezcan los mecanismos de control adecuados para que esta ley se cumpla.

## **4 Diagnóstico de Obligaciones y Contingencias del Estado Peruano.**

Las estadísticas de deuda pública, de acuerdo a las prácticas internacionales de contabilidad gubernamental, no incorporan información de las obligaciones que no han sido registradas en el marco presupuestal y de las contingencias que eventualmente podrían convertirse en obligaciones de pago efectivas. Un inventario detallado de las obligaciones y contingencias permite un manejo ordenado de las finanzas públicas para la toma de decisiones. Es importante destacar que estas obligaciones y contingencias son atendidas normalmente con recursos presupuestales ordinarios o con nueva emisión de deuda, y no necesariamente implican una presión importante sobre la caja fiscal en el corto plazo.

Actualmente no se cuenta con un sistema centralizado de registro y análisis de las obligaciones y contingencias del Estado, lo cual dificulta el proceso de formulación del presupuesto anual. Este registro permitiría a la Dirección General de Crédito Público establecer con mayor claridad las prioridades de gasto y el ajuste que requieren realizar las unidades ejecutoras para cumplir con sus compromisos financieros. También permitiría orientar a las diferentes Comisiones del Congreso sobre las implicancias en el gasto fiscal de los propuestas referidas a exoneraciones o nuevos compromisos de gasto.

Cabe destacar, que el Vice Ministerio de Hacienda ha hecho esfuerzos importantes por conocer el detalle de las contingencias y obligaciones del Estado. En ese sentido, entre marzo y mayo del 2001, el Vice Ministerio de Hacienda solicitó a los pliegos presupuestales, hasta en cinco oportunidades, información acerca de deudas pendientes. Como se observa en el siguiente cuadro, a la fecha se ha obtenido respuesta de cerca de 65% de dichas solicitudes.

### Oficios enviados a los Pliegos sobre deudas pendientes

Oficio Circular	Fecha	Enviados a	Repondieron
017-2001-EF/76.12	16/3/01	143	101
029-2001-EF/76.12	23/4/01	42	24
031-2001-EF/76.12	3/5/01	18	4
033-2001-EF/76.12	10/5/01	14	10
035-2001-EF/76.12	23/5/01	4	4
<b>Total</b>		<b>221</b>	<b>143</b>

Fuente: Vice Ministerio de Hacienda

Adicionalmente a la información recopilada, se contó con información complementaria de la Superintendencia de Banca y Seguros, la Oficina de Normalización Previsional, los Ministerios de Justicia, Energía y Minas y Defensa; y las Direcciones Generales de Presupuesto y Crédito Público.

La evaluación preliminar de las obligaciones<sup>34</sup> determinó un valor que asciende a US\$ 23,528 millones. Entre ellas destacan:

- Las obligaciones previsionales relacionadas con los pensionistas del DL 19990 y el DL 20530, que en valores actualizados representan US\$ 21747 millones. Los pagos a estos pensionistas se hacen con recursos presupuestales corrientes que compiten con otras prioridades de gasto.
- También se incluye obligaciones sociales y previsionales a cargo de diferentes entidades del Gobierno Central por un monto equivalente a US\$. 849 millones, que habrán de cancelarse con cargo a recursos presupuestales ordinarios durante los próximos años.
- También se incluye, obligaciones por Bonos de Reconocimiento pendientes de verificación que ascienden a US\$ 620 millones. Una vez reconocidos los montos definitivos se incorporarían en las cifras de deuda pública interna.
- Finalmente, se han identificado obligaciones con proveedores de bienes y servicios por US\$ 88 millones, que se encontrarían pendientes de regularización.

Si bien en su gran mayoría, estas obligaciones habrán de cancelarse en forma gradual con recursos presupuestales ordinarios, representan una presión importante sobre la caja fiscal para los próximos años. Esta información debe tenerse presente para cualquier ejercicio de programación financiera de los recursos del Estado.

Un ejercicio similar se realizó para contingencias<sup>35</sup> que en algún momento podrían significar presión sobre recursos futuros de caja. Las buenas prácticas financieras internacionales recomiendan que en estos casos se vayan estableciendo reservas y provisiones específicas, de manera que se pueda hacer frente a estas eventualidades.

---

<sup>34</sup> En el anexo H se presenta una lista preliminar de las obligaciones del Estado peruano

<sup>35</sup> En el anexo I se presenta una lista preliminar de las contingencias del Estado peruano

Un ejemplo de contingencia fue el Caso Elliot, relacionado con una deuda contraída originalmente con una entidad bancaria comercial que no entró dentro del paquete de los Bradys. Esta contingencia debió finalmente negociarse directamente con el tenedor de la obligación, ante una amenaza de embargo de las cuentas para el pago de los intereses de los bonos de deuda. En este caso, se tenía registrada la deuda a valor facial, sin embargo al final se tuvo que desembolsar un monto mucho mayor, este monto adicional era una contingencia mientras se tenía el juicio pendiente.

Las principales contingencias que han podido identificarse a partir de la información suministrada por la Superintendencia de Banca y Seguros, la Oficina de Normalización Previsional, el Ministerio de Justicia y el Ministerio de Energía y Minas, ascienden a US\$ 21,167 millones.

Entre las principales contingencias destacan:

- La cobertura del déficit actuarial de la Caja de Pensiones Militar y Policial con un monto estimado de US\$ 2407 millones, que tendrían que cubrirse en la medida que deba hacerse frente a las demandas de los pensionistas..
- La deuda correspondiente a Bonos de Reforma Agraria aún no han sido determinados<sup>36</sup>. El marco legal vigente considera que estas obligaciones pueden utilizarse como pago en procesos de privatización o concesión a cargo de COPRI.
- También se incluye en la lista las cantidades que han sido exigidas en procesos judiciales contra diferentes entidades del Gobierno Central que ascienden a US\$ 620 millones. Por su parte el Estado peruano también viene exigiendo en proceso judiciales pagos por un monto de S/. 44 millones.
- La reserva actuarial de los trabajadores activos del DL 20530 y el DL 19990 que se estiman en US\$ 12764 millones. Estas obligaciones no son de exclusiva responsabilidad del Gobierno Central, ya que en esta cifra se incluye también contingencias del resto de entidades gubernamentales que conforman al Sector Público Consolidado.
- Un segundo rubro importante son las contingencias por los fallos que consideran a los bonos de productividad dentro de la categoría de ingresos pensionables. De prosperar estas demandas representarían pagos potenciales del orden de US\$ 3000 millones.
- Se incluye avales del Gobierno Central por operaciones de crédito externo transferidas a empresas públicas por US\$ 1773 millones, de los cuales a la fecha se ha desembolsado US\$ 779 millones.
- En el caso del Fondo de Pensiones de la Caja de Beneficios y Seguridad Social del Pescador, las contingencias se estiman en US\$ 436 millones.

---

<sup>36</sup> No se cuenta con información oficial sobre el valor actualizado de los bonos de Reforma Agraria. Al respecto, el Ministerio de Economía y Finanzas viene recopilando la información disponible en el Ministerio de Agricultura y en el Banco de la Nación para dar cumplimiento a la sentencia del Tribunal Constitucional. Existen algunas estimaciones privadas como la de la Asociación de Agricultores Expropiados por Reforma Agraria (ADAEPRA), quienes empadronaron a aproximadamente 1300 tenedores de bonos, y en base a una muestra aleatoria del 10% de estos estimaron que el monto total de la deuda podría ascender a US\$ 1014 millones.

- Con relación a operaciones para asegurar la estabilidad del sistema financiero, se incluye US\$ 122 millones correspondientes al contingente de recursos necesarios para facilitar la fusión de bancos en régimen especial y el aval de cartera por US\$ 436 millones, otorgado por el Estado en el marco del Programa de Consolidación Patrimonial en 1999.

En los casos de Nueva Zelanda y Australia, los informes sobre cambios en obligaciones y contingencias llevan a recomendar el establecimiento de reservas especiales o provisiones para hacer frente a futuras necesidades de caja. También a recomendar en el caso de obligaciones, modalidades de pago que no signifiquen una presión importante sobre la caja fiscal.

La magnitud de las cifras que podrían manejarse para el caso del Estado peruano, US\$ 23 528 millones para obligaciones y US\$ 21,167 millones para contingencias, exige un esfuerzo serio para empezar a registrarlas en forma centralizada y realizar análisis de riesgos financieros. Vale la pena reiterar que estos cálculos no implican necesariamente una presión sobre la caja fiscal en el corto plazo.

## **V Alternativas de Financiamiento 2001-2004**

El Perú está iniciando una nueva etapa política y entrando a un nuevo ciclo económico donde se evaluarán y reestructurarán una serie de procesos y esquemas en la administración pública. Existe una oportunidad para que el país actualice la administración de sus pasivos y se adecue a mejores prácticas internacionales. El momento político actual lo permite y se presenta la oportunidad de institucionalizar dicho manejo.

A nivel internacional se están viendo tasas de interés históricamente bajas y oportunidades para países como el Perú de acceder a mercado de capital en montos y condiciones muy favorables. Existe también una demanda latente por crédito peruano y una expectativa en el mercado sobre posibles incursiones peruanas en el mercado internacional de deuda. Si el Perú es capaz de demostrar profesionalismo en el manejo de su endeudamiento, será capaz de mejorar la percepción de riesgos país y facilitará el acceso a los mercados internacionales a menores costos.

### **1. Necesidad de Financiamiento 2001-2004**

El Marco Macroeconómico Multianual (MMM) para el periodo 2001-2004<sup>37</sup>, define los lineamientos macroeconómicos para este periodo, las siguientes proyecciones nos servirán para determinar las proyecciones del presupuesto y las necesidades de financiamiento.

---

<sup>37</sup> Publicado el 4 de junio en el Diario El Peruano.

	2001	2002	2003	2004
Crecimiento del PBI	1,50%	5,00%	5,50%	6,00%
Déficit Fiscal	1,50%	1,00%	0,80%	0,70%
Inflación	3,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Tipo de cambio (promedio)	3,58	3,66	3,68	3,7
Riesgo País (pb)	600	500	450	400
Reservas Internacionales Netas (flujo)	175	920	370	485

Fuente: Marco Macroeconomico Multianual y MEF

Se estima que las necesidades financieras para el periodo 2001-2004 son de US\$ 1,803 millones para el 2001, US\$ 1,828 millones para el 2002, US\$ 2,038 millones para el 2003 y US\$ 2,033 para el 2004.

	2001	%PBI	2002	%PBI	2003	%PBI	2004	%PBI
Crecimiento PBI real	1,50%		5,00%		5,50%		6,00%	
Inflación	3,00%		2,00%		2,00%		2,00%	
<b>FLUJO DE CAJA (en S/. MM)</b>								
GOBIERNO GENERAL (en miles de soles)								
Ingresos	29.479	14,9%	31.084	14,7%	33.103	14,5%	34.981	14,2%
Egresos	28.932	14,6%	29.286	13,8%	30.457	13,4%	31.701	12,9%
RESTO	597	0,3%	401	0,2%	74	0,0%	-15	0,0%
<b>SUPERAVIT PRIMARIO</b>	<b>1.144</b>	<b>0,6%</b>	<b>2.199</b>	<b>1,0%</b>	<b>2.720</b>	<b>1,2%</b>	<b>3.265</b>	<b>1,3%</b>
Intereses Deuda Pública	4.194	2,1%	4.393	2,1%	4.631	2,0%	4.917	2,0%
<b>DEFICIT FISCAL</b>	<b>-3.050</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-2.194</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-1.911</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-1.652</b>	<b>-0,7%</b>
Amortización D. Pública	-3.406	-1,7%	-4.496	-2,1%	-5.589	-2,5%	-5.869	-2,4%
Necesidades de Financiamiento (S/. MM)	<b>-6.456</b>		<b>-6.690</b>		<b>-7.500</b>		<b>-7.521</b>	
<b>Necesidades de Financiamiento (US\$ MM)</b>	<b>-1.803</b>		<b>-1.828</b>		<b>-2.038</b>		<b>-2.033</b>	

Fuente: Marco Macroeconomico Multianual

Los riesgos que pueden modificar las necesidades financieras están referidas a:

- Un crecimiento económico es menor al previsto, en ese caso, es probable que el resultado primario se vea afectado y por lo tanto aumente el déficit fiscal.
- Varían las políticas de recaudación y gestión de gastos. En ese caso se podría afectar negativamente al déficit fiscal.
- Riesgos de mercado, es decir, incremento en las tasas de interés y devaluación de nuestra moneda respecto a las internacionales, pueden significar un incremento en el servicio de deuda y por lo tanto incrementar las necesidades financieras.

Si consideramos que estas variaciones podrían aumentar el déficit anual en un 0.5%, entonces las necesidades adicionales de financiamiento oscilarían entre US\$ 280 MM y US\$ 330MM anuales. Igualmente, la volatilidad derivadas de movimientos en tasas de interés y tipo de cambio generarían volatilidad en el servicio de deuda. Mediciones preliminares realizadas en la Dirección General

de Crédito Público, señalan que los riesgos de mercado potencialmente pueden incrementar el servicio de deuda en US\$ 130 MM anual<sup>38</sup>.

	2.001	2.002	2.003	2.004
<b>Necesidades de Financiamiento (US\$ MM)</b>	<b>-1.803</b>	<b>-1.828</b>	<b>-2.038</b>	<b>-2.033</b>
Volatilidad en el Deficit Fiscal (Incremento = 0,5%)	280	290	305	330
Volatilidad de tasas de Interés y Tipo de cambio	130	140	150	140
<b>Necesidades de fuentes contingentes</b>	<b>309</b>	<b>322</b>	<b>340</b>	<b>358</b>

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

## 2. Coyuntura del Mercado de Capitales en el 2001<sup>39</sup>

En la primera mitad del 2001, el mercado internacional de deuda soberana ha tenido una fuerte recuperación donde se ha visto un incremento de oferta y demanda además de altibajos en expectativas y precios. En general, estos cambios reflejan, al igual que en el mercado de bonos corporativos, una tendencia a la reducción de tasas. La Reserva Federal de los EEUU ha intervenido para bajar tasas y se esperaba que las siga bajando, los inversionistas habían migrado su entusiasmo de acciones por bonos.

Esta exacerbada actividad en el mercado de bonos indujo un creciente interés por bonos de mercados emergentes, corporativos y soberanos, y ha principios de año genero una emisión agresiva de bonos soberanos al mercado. Ha marzo del 2001, se habían emitido casi \$10 billones de deuda de los países emergentes. México y Brasil emitieron ya el 60% de sus necesidades previsibles para el año. El segundo trimestre ha estado mas convulsionado por altibajos en las bolsas de Nueva York, dificultades en Argentina y expectativas cambiantes. El mercado ha estado muy activo en emisiones estructuradas e intercambios de Bradys etc.

Si bien las expectativas hacia mitad de año son menos ventajosas que las de enero, se espera que el mercado siga abriendo ventanas de oportunidad para emisiones o transacciones puntuales. Significa también que existen buenas razones para creer que el Perú, si así lo desea, puede acceder en condiciones favorables a los mercados de capitales. Ello debido, entre otros factores, a lo siguiente:

- Bajo nivel comparativo de servicio de deuda
- Apoyo previsible de las Multilaterales
- Buen control sobre gastos
- Reformas estructurales bien encaminadas
- Recuperación de la demanda esperada en IV trimestre del 2001

<sup>38</sup> El calculo de las necesidades de las fuentes contingentes supone que la volatilidad del déficit fiscal es independiente de los precios de mercado (tasas y tipos de cambio):  $309 = (280^2 + 130^2)^{1/2}$

<sup>39</sup> Fuente: Reportes y presentaciones al Ministerio de Economía de los bancos de Inversión Credif Suisse First Boston, Deutsche Bank Alex Brown, ING Barrings, Merrill Lynch, JP Morgan, Morgan Stanley Dean Witter, Salomon Smith Barney, Lehman Brothers y Bear Stearns durante la primera mitad del 2001

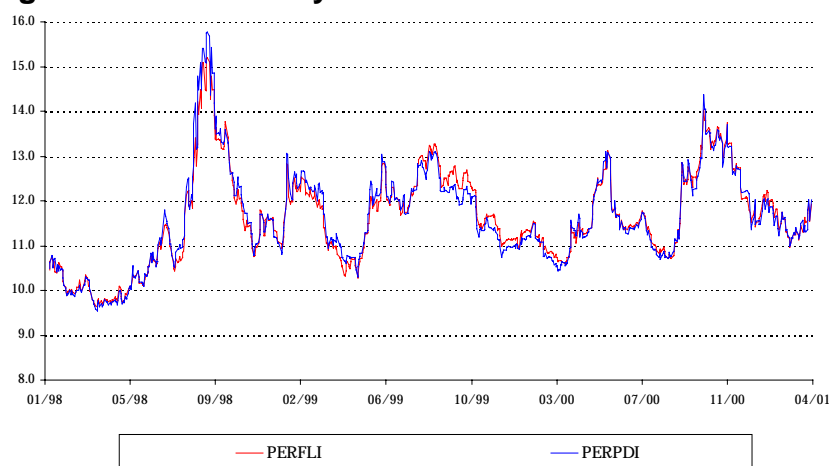
- Menos expuesto a Recesión Global que países vecinos por menor dependencia de Exportaciones
- Limitada dependencia de Inversiones golondrinas en Bolsa
- Sistema bancario con fondeo local principalmente local
- Estructura de Cambio Flotante (dirty float del Sol)

Si bien el margen que existía entre el Perú y otros países de la región va disminuyendo, el Perú mantiene su posición preferente en cuanto a costos y percepción de riesgo. Esta posición puede fácilmente convertirse en una demanda favorable para una emisión internacional.

Desde febrero del 2001, el desempeño de la deuda peruana ha sido errático debido a la especulación por las elecciones presidenciales. Los analistas seguidores del riesgo y deuda peruana coinciden que una vez establecido el nuevo gobierno, la tendencia debe regresar al escenario descrito anteriormente.

Finalmente el análisis del mercado externo y del posicionamiento y expectativas peruanas son un indicador que permite calcular el costo tentativo de financiamiento para el País. El cuadro siguiente indica el costo de financiamiento en puntos porcentuales de la deuda peruana sobre los bonos del Tesoro Americano.

#### Margen de Bonos Brady Peruanos de 1998 a abril del 2001 en bps



(a) As of April 10, 2001. Source: Merrill Lynch.

Este rendimiento histórico y comparativo de la Deuda Peruana, descontando el factor de distorsión generado por los Bradys, permite estimar el precio de una posible emisión internacional de deuda peruana, que deberá analizarse en cada momento antes de una colocación.<sup>40</sup>

<sup>40</sup> Los estudios preliminares de Merrill Lynch, (Abril del 2001) basados en la coyuntura del mercado y la situación político económica del país a febrero del 2001 indican que el Perú podría colocar una emisión de bonos globales a quince años en 75 a 100 bps. por debajo de Argentina, Brasil o Colombia equivalentes a 550 ó 575 puntos sobre los Bonos del Tesoro Americano equivalentes a una tasa efectiva de 10.42 á 10.67% (cotización basadas en estimados del 13 de marzo de este año.)



### 3. Oportunidades de Financiamiento 2001-2004

Existen diversos mecanismos de origen interno y externo para financiar los US\$ 6,982 millones de necesidades de la caja fiscal para el período 2001-2004.

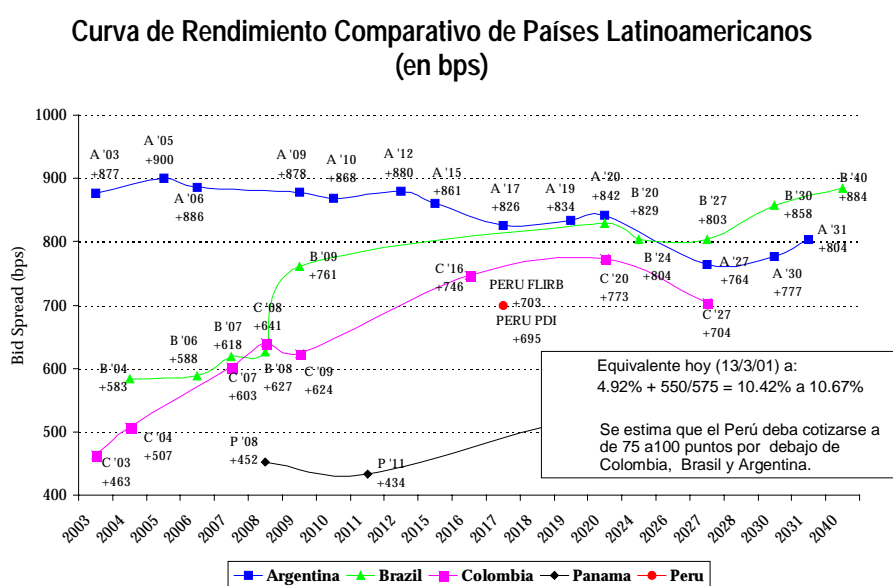
#### 3.1 Financiamiento Interno

A continuación presentaremos las posibilidades de financiamiento interno que tiene el Estado peruano en el período 2001-2004. Las mismas que se reducen a (i) privatizaciones y concesiones, (ii) préstamos locales, y (iii) mercado local de capital.

##### a. Privatizaciones y Concesiones

Los recursos generados por esta fuente pueden derivarse a financiar el déficit fiscal, lo que dependerá en última instancia de la política que se defina para estos recursos. Para los próximos 5 años estos recursos pueden llegar a ser hasta US\$ 500 MM por año.

Las privatizaciones y concesiones previstas para el 2001 y 2002 se presentan en el siguiente cuadro:



El cuadro muestra las curvas de rendimiento comparadas, o costo comparativo, para emisiones de Argentina, Brasil, Colombia, Panamá y Perú sobre el Bono del Tesoro Americano en emisiones de dos a cuarenta años. Si tomamos como referencia la única cotización de deuda peruana a abril del 2001, se observa que el Perú podría estar colocando papeles de deuda de 75 a 100 bps por debajo de las cotizaciones de Brasil y Argentina. Descartando el efecto distorsión de los bonos Brady, esto representa tasas de financiamiento a quince año alrededor de 10.5%/ anual mas los costos asociados a una emisión internacional.

	2001	Millones de US\$	2002	Millones de US\$
Privatizaciones	Venta de acciones del Estado <sup>1/</sup>	235	Venta de acciones del Estado <sup>3/</sup>	20
	Venta del 70% de acciones empresas regionales <sup>2/</sup>	90	Venta del Complejo Mantaro	940
	Venta del 100% de Electroandes	135	Venta del 100% de Etecen y Etesur	330
	Otras ventas y cuotas	90	Otras ventas y cuotas	47
	<b>Total</b>	<b>550</b>	<b>Total</b>	<b>1337</b>

1/ Iscaycruz (25%), Edelnor(36%), Etevensa (38%) y Relapasa (32%).

2/ Distribución eléctrica adquirida por grupo Jorbsa (30%).

3/ Empresa Eléctrica Piura (40%)

	2001	2002
Concesiones	Red vial	Sanearamiento Municipal
	Líneas de transmisión eléctrica	Proyecto Bayovar
	Bosque Biabo	Red Vial
	Telefonía Multimedios	Proyectos turísticos
	Prospectos mineros	Proyecto Hidroenergético de Olmos

Fuente: Comisión de Promoción de la Inversión Privada (COPRI)

## b. Préstamos locales

Por Ley Orgánica el Banco Central de Reserva está facultado para comprar en el mercado secundario valores emitidos por el Tesoro Público. Sin embargo, por mandato legal, el incremento anual de las tenencias de esos títulos, valuados a su precio de adquisición, no puede superar el cinco por ciento del saldo de la base monetaria del cierre del año precedente<sup>41</sup>.

La experiencia peruana de los ochenta revela que dichos flujos, generados a través de la emisión de billetes y monedas (“maquinita”), fueron utilizados para financiar el déficit fiscal, lo que a la larga se tradujo en la espiral inflacionaria.

Otra alternativa son los préstamos o las colocaciones de títulos en la banca local. Esta es una alternativa que también puede ser muy atractiva para cubrir necesidades estacionales de caja fiscal, que no coincidan con períodos de demanda de recursos por parte de empresas o inversionistas locales.

## c. Mercado Local de Capital

El Estado también debería tener una participación activa en el mercado de capitales local, tanto para cubrir sus necesidades de financiamiento como para promover su desarrollo. En efecto, el Estado puede contribuir de manera importante a formar una curva de tasas de rendimiento que serviría de referencia (benchmark) tanto para la determinación de las tasas de colocación

<sup>41</sup> Contemplado en el art.84 de la Constitución Política del Perú y en el art. 61 de la Ley Orgánica del BCRP.

de nuevas emisiones como para la evaluación de instrumentos representativos de deuda.

Sin embargo, el mercado local de deuda ha tenido un desarrollo bastante discreto en los últimos años, principalmente por la poca participación del Estado como emisor de deuda. Es más, cuando el gobierno realizó emisiones éstas sólo han tenido por objeto financiar necesidades inmediatas y en moneda extranjera, y no han seguido un programa de endeudamiento a mediano plazo ni se han diseñado pensando en una estrategia de desarrollo del mercado de capitales local.

Así por ejemplo, durante 1998 y 1999 el Gobierno Central autorizó emisiones por US\$ 1 169 millones. En agosto del 2000 emitió bonos del Tesoro Público hasta por US\$ 500 millones para financiar los programas de Rescate Financiero Agrario (RFA) y de Fortalecimiento Patrimonial de Empresas (FOPE). Finalmente, en noviembre del 2000 autorizó una emisión de US\$ 400 millones para financiar el Programa de Consolidación del Sistema Financiero (PCSF).

El desarrollo del mercado local de deuda es incipiente, no obstante que instituciones como el Banco Mundial estiman que éste tiene un potencial de crecimiento de US\$ 400 a 600 millones anuales.

Por ello a partir del 2001 sí se vienen dando pasos importantes en lo que se refiere a emisiones en el mercado local. En efecto, para este año se ha autorizado la emisión en series de S/. 500 millones para financiar el gasto corriente<sup>42</sup>. Hay tres aspectos que destacar en relación con esta medida:

- Al haber sido emitidos en moneda nacional y en series de plazos diferenciados, se contribuye a la formación de tasas referenciales para emisiones en moneda nacional (a enero del 2001, el 76,8% del saldo en circulación en bonos privados correspondía a emisiones en dólares).
- El bajo valor nominal de los bonos (S/. 1 000) facilita la participación de un mayor número de inversionistas, en especial de los individuales, y por ende contribuye a dinamizar el mercado secundario.
- El que los bonos sean negociados en la bolsa contribuye a una mayor transparencia sobre las transacciones realizadas.

Otra medida en que el gobierno puede contribuir con este desarrollo es financiándose mediante la emisión de diversos instrumentos de deuda tales como Bonos Soberanos y Letras del Tesoro. En cuanto a las características de los bonos, estos pueden ser a tasa fija o tasa indexada a la inflación (Bonos VAC). En el caso de tasas fijas, los plazos inicialmente serán a 2 y eventualmente 3 años; y en el caso de los bonos VAC los plazos pueden ser hasta 10 años.

---

<sup>42</sup> Decreto de Urgencia N° 015-2001, publicado en el diario oficial El Peruano el 3 de febrero del 2001.

El desarrollo del mercado domestico debe ser una prioridad en la agenda pendiente, ya que la evidencia empírica muestra que mercados de capitales sólidos reducen los riesgos de contagio de las crisis internacionales, a parte de los beneficios que ya se mencionaron anteriormente.

Algunas estimaciones preliminares de la demanda potencial del mercado de deuda interna, evaluando a cada uno de los inversionistas institucionales, nos permiten estimar el siguiente comportamiento de demanda:

	Demanda Esperada	Stock acumulado (E.Esperado)
2001	238	238
2002	267	505
2003	309	815
2004	364	1.179
2005	412	1.590
2006	530	2.121
2007	581	2.701
2008	722	3.423
2009	906	4.329
2010	1.171	5.499

Fuente: Dirección General de Crédito Público

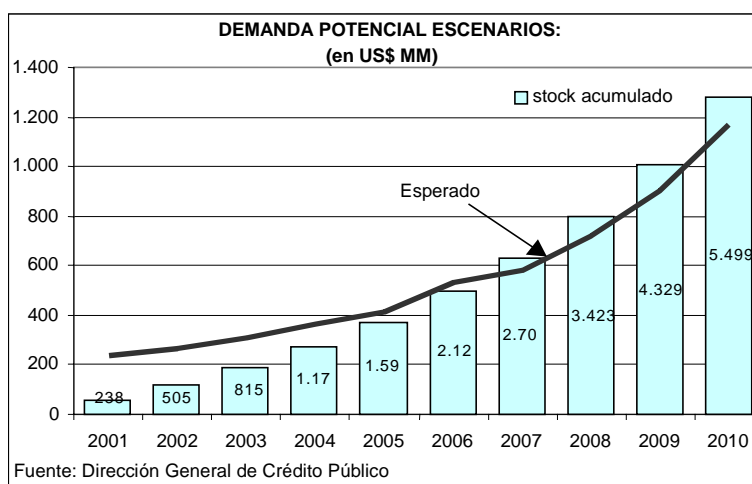
Desagregando la demanda por inversionista institucional tenemos la siguiente información:

**Resumen: Demanda potencial (en US\$ MM)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fondo de Pensiones	128	146	165	177	195	214	219	239	260	283
Cias. de Seguros	45	52	44	50	61	71	74	85	96	109
Fondos Mutuos	22	28	44	55	33	49	55	62	69	78
Bancos	22	17	28	50	86	147	179	271	398	595
Otros	22	24	28	33	37	48	53	66	82	106
<b>Demanda Anual</b>	<b>238</b>	<b>267</b>	<b>309</b>	<b>364</b>	<b>412</b>	<b>530</b>	<b>581</b>	<b>722</b>	<b>906</b>	<b>1.171</b>
<b>Stock acumulado</b>	<b>238</b>	<b>505</b>	<b>815</b>	<b>1.179</b>	<b>1.590</b>	<b>2.121</b>	<b>2.701</b>	<b>3.423</b>	<b>4.329</b>	<b>5.499</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público

En un escenario moderado se espera que la demanda total para el 2001 sea alrededor de US\$ 238 MM y se vaya incrementando hasta US\$ 412 MM en 2005 y US\$ 1,171 MM en 2010. La demanda de otros inversionistas viene principalmente del EsSalud, la Oficina de Normalización Previsional y el ahorro de empresas privadas y públicas.



Dentro de la dinámica del mercado local, se espera que la deuda pública interna tenga un papel muy importante. En efecto uno de los primeros pasos en la creación del mercado de capitales es la reciente publicación del Documento de Trabajo “Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores”, el mismo que se sometió a Consulta Ciudadana dentro del esquema de transparencia que lleva a cabo el Gobierno de Transición.

### 3.2 Financiamiento Externo

Desde hace mas de ochenta años que el Perú limita no emite deuda soberana en los mercados internacionales. El país ha limitado su uso de fuentes externas a operaciones puntuales de créditos comerciales, prestamos de bilaterales y multilaterales, y a la emisión de Bonos Bradys dentro de un plan de reestructuración de operaciones. El Perú no tiene una presencia cierta en los mercados de capitales

#### a. Prestamos de Organismos Multilaterales

Los Organismos Multilaterales tiene hasta 3 posibles operaciones:

- Créditos para financiar proyectos de desarrollo, estos son concertados con anterioridad y van desembolsándose en función del avance del proyecto. El financiamiento de proyectos en la última década ha sido el siguientes:

**DEUDA PUBLICA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO  
DESEMBOLSOS POR SECTORES ECONOMICOS  
DESDE 1990 AL 1º TRIMESTRE DEL 2001 1\_/**  
(En Millones de US\$)

SECTORES ECONOMICOS	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	TOTAL
Agricultura	63	64	84	9	6	119	12	29	40	122	79	11	637
Defensa	52	57	11	2	20	30	21	8	0	8	23	0	232
Economía	4	670	212	1348	309	250	81	974	141	500	931	104	5525
Educación	0	0	0	0	0	0	14	16	44	65	48	8	195
Energía y Minas	47	46	58	23	39	37	56	77	44	29	38	12	505
Imp. De Alimentos	20	12	0	0	0	0	0	0	10	0	4	0	46
Industria	17	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20
Justicia	0	0	0	0	0	0	0	0	2	3	3	0	8
Multisectorial	0	0	0	12	2	0	13	253	137	142	115	28	703
Otros	0	2	0	0	2	5	0	1	0	1	4	0	15
Pesquería	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
Salud	1	0	0	0	12	15	37	26	23	12	7	0	134
Saneamiento	6	4	2	4	9	36	39	76	82	83	87	15	443
Sociales	0	0	0	0	69	81	64	67	86	78	51	9	505
Trabajo	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
Transportes	28	49	29	48	158	170	117	248	181	193	93	38	1352
<b>TOTAL</b>	<b>239</b>	<b>907</b>	<b>396</b>	<b>1.446</b>	<b>625</b>	<b>742</b>	<b>453</b>	<b>1.777</b>	<b>790</b>	<b>1.237</b>	<b>1.485</b>	<b>226</b>	<b>10.323</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público

- Créditos de libre disponibilidad que tienen como objetivo financiar el déficit fiscal o el pago de deuda, amortización e intereses. Este tipo de prestamos han sido importantes en los últimos 5 años, alcanzando a un monto al 31 de diciembre del 2000 de US\$ 3,919 millones.

- Un tercer tipo de operación que se puede tener con ellos es el Aval, que permite estructurar emisiones de deuda en el mercado internacional, mejorando la calificación del bono, haciéndolo más atractivo para los inversionistas. Esta modalidad ha sido utilizada en el pasado por Argentina y Colombia en la crisis de los años 1998 y 1999.

## b. Deuda Comercial con Bancos Internacionales

La banca comercial ofrece una serie de alternativas de créditos directos, estructurados, créditos puente u otros que contribuyen a financiar parte de las necesidades proyectadas en condiciones específicas. En el pasado los créditos sindicados por un grupo de Bancos han sido operaciones usadas por los gobiernos, sin embargo a raíz de las crisis de la deuda de 1982, estas tendieron a desaparecer. Hoy día las instituciones financieras prefieren asumir riesgo soberano a través de los Bonos Brady y/o globales, de esta manera pueden salir del riesgo si lo quisieran en el mercado secundario de los bonos.

## c. Emisiones en el Mercado Internacional

Cualquier estrategia de mediano plazo de administración de deuda pública debe tener necesariamente como fuente el acceso a los mercados de capitales internacionales a través de emisiones de Bonos Globales.

El Perú tiene oportunidad de emitir básicamente en el mercado de Dólares y en el de Euros; el mercado de Yenes es todavía muy limitado para Países en vías de desarrollo. El siguiente cuadro resume alguna de las características de las posibles emisiones para Perú:

	USA	Europa	Japón
Posibilidades de Colocación	Alta	Razonable	Baja
Montos por año	US\$ 500 – 1,000 MM	US\$ 200 – 500 MM	-
Spread sobre benchmark	400 y 600 p.b.	400 y 600 p.b.	-
Plazos	10, 15 y 30 años	10 y 15 años	-

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

Los Bonos Globales cotizan en el mercado de capitales a tasas por debajo de los Bonos Brady, por lo tanto, tener emisiones de globales permitirá tener curvas de rendimiento para Perú por debajo de los actuales; que son medidos por los Bonos Brady.

Una ventaja importante de tener los Globales, es que permitirá que los activos con Riesgo-Perú tengan mayor valor, ya que se valorizarán con tasas inferiores a los definidos por los Brady. Según estimaciones realizadas por JP Morgan, el premio para Perú de Globales versus Brady se estima en 150 puntos básicos, esto significa que para el caso de las privatizaciones (US\$ 1,897 MM) y concesiones (US\$ 390 MM) programadas para el periodo 2001-2004, se puede

lograr ingresos adicionales por US\$ 129.4 MM (privatizaciones) y US\$ 26.6 MM (Concesiones).

Otra ventaja de tener una curva de rendimientos que refleje mejor el riesgo País es la disminución de la tasa de interés para el sistema bancario, esto debería traducirse en una reducción de las tasas activas, una reducción de 100 p.b. significa para las empresas un ahorro de US\$ 168 MM anuales.

Se debe aprovechar la posición que tiene Perú frente a los mercados internacionales, hay una serie de trabajos previos a una emisión que se pueden ir realizando por ejemplo, con las Clasificadoras de riesgo. Esto además de facilitar el camino, permitirá mayor transparencia hacia los mercados. Esta mayor transparencia tiene un efecto positivo en la calificación de riesgo-país y por lo tanto genera mayor demanda de los bonos globales.

#### **4. Oportunidades de Administración de Pasivos 2001-2004**

A continuación evaluamos una serie de alternativas y escenarios para el periodo 2001-2004

##### **4.1 Renegociación de Deudas**

El largo proceso de reinserción recorrido por el Perú involucró la negociación de sus deudas con todos los foros acreedores. La regularización de nuestras relaciones contractuales ha sido un factor estratégico para la recuperación de la credibilidad ante los inversores externos respecto a la viabilidad de nuestro país. Una solicitud de reprogramación podría tener, un efecto negativo en la percepción de riesgo país de los agentes externos, particularmente sensibles debido a los últimos acontecimientos y a las expectativas que despierta adicionalmente la futura evolución de las economías de la región.

De otro lado, la naturaleza de las obligaciones contractuales de los adeudados más importantes le añaden un factor adicional de complejidad a una nueva renegociación. En el caso de Club de París, principal acreedor, un aspecto que debe tenerse en cuenta, es que las condiciones obtenidas en las reprogramaciones han sido bastante favorables tanto en tasa de interés como en plazo. Además, debemos recordar el caso de Rusia que intentó una renegociación con este Foro, el solo anuncio de esta medida significó una subida importante de el riesgo país y salidas de capitales. Al final desistió de continuar con esta alternativa.

Algunas consideraciones a tener en cuenta para cada uno de los acreedores se analizan a continuación:

*a. Organismos Multilaterales.* De acuerdo a la política crediticia de las instituciones que conforman esta fuente financiera, las obligaciones contraídas con este Foro no se renegocian. En todo caso la alternativa que se tiene con estas instituciones es negociar préstamos de libre disponibilidad.

*b. Club de París.* En la última Minuta de Consolidación que se suscribió con los países agrupados en el Club de París en 1996, el Perú se comprometió a pagar sus obligaciones en los términos acordados y a no plantear posteriormente su reestructuración.

Aún cuando el Gobierno peruano decidiera gestionar una reprogramación con este foro, ésta posibilidad tendría que ser previamente avalada por el Fondo Monetario Internacional a través de la suscripción de un acuerdo con dicha entidad.

*c. Banca Comercial.* En el marco del Plan Brady, se cerró el acuerdo con la banca en marzo de 1997. A la fecha, salvo Ecuador, ninguno de los otros países del contexto regional que se acogieron a este esquema ha planteado la renegociación de estas obligaciones.

En la medida que la deuda que se mantiene (bonos Brady) es de mercado, se deberá evaluar una alternativa en este mismo contexto, que podría ser un canje de bonos Brady por bonos globales.

*d. Europa del Este y ALADI.* El monto de estas deudas no son significativas, respecto al total de obligaciones que se mantienen.

*e. Proveedores.* Las obligaciones con JAPECO constituyen alrededor del 90% del total bajo esta denominación. Las condiciones de reprogramación con dicho acreedor dependen, en gran medida, de los términos que se acuerden con el gobierno japonés, por lo que las posibilidades de renegociación son mínimas.

La alternativa de renegociar la deuda con los diferentes acreedores debería ser una posibilidad a considerar después de haber evaluado otras alternativas más favorables para el Perú y que de hecho no tendrá los costos de falta de credibilidad que si pudiese generar una eventual renegociación con Club de París u otro acreedor.

*f. Deuda Interna* En cuanto a la deuda interna, esta tiene como principal acreedor al Banco de la Nación, esta asciende a US\$ 1,420 MM que representa el 44% de la deuda interna total, de los cuales US\$ 470 MM son bonos. Esta deuda esta denominada casi en su totalidad en dólares:

Una alternativa es reestructurar los créditos alargando los plazos, fijando las tasas de interés (Swap de tasas) e incluyendo mayores periodos de gracia, esta alternativa disminuye el servicio de deuda en US\$ 5, 15, 30 y 45 millones para cada uno de los años comprendidos en el período 2001-2004 pero no permite eliminar el riesgo cambiario.

Una propuesta que debe ser negociada con el Banco de la Nación es la de:

- Reestructurar la parte de Créditos en mayores plazos y si es posible fijar las tasas de interés.



- Elaborar un programa de canje de esta deuda a obligaciones denominada en moneda local. Estas obligaciones pueden ser bajo la modalidad de créditos o en Bonos Soberanos.
- Canjear los bonos en poder del Banco de la Nación por Bonos Soberanos en Soles a precios de mercado, y/o ir recomprando los bonos con recursos que se obtengan con las emisiones que la Dirección General de Crédito Público realice en el mercado.

El efecto de estas propuestas sobre el portafolio de deuda es que disminuye el riesgo de liquidez (disminuye el servicio de deuda) y disminuyen los riesgos de mercado (tasas de interés y tipo de cambio).

Es importante que el programa global de emisiones de deuda soberana en soles tenga en cuenta este tipo de operaciones de manera de no generar distorsiones en las tasas de interés y en los flujos de capitales, como ya lo dijimos es muy importante no incurrir en los riesgos del crowding out.

## **4.2 Canje por Donación e Inversión**

El marco general de las negociaciones llevadas a cabo con el Club de París, considera la posibilidad de realizar canjes de deuda hasta por:

- 100% de la deuda concesional
- 20% o DEG 30 millones de la deuda comercial, cualquiera que sea el monto mayor.

No obstante, es pertinente destacar que no todos los países agrupados en el foro antes referido estarían dispuestos a acogerse a este mecanismo, por lo que los volúmenes potenciales de canje son moderados. Japón por ejemplo, es uno de los países acreedores cuyos acuerdos bilaterales no contemplan esta posibilidad.

En los últimos 8 años, se han venido celebrando operaciones de reducción de deuda bajo esta modalidad, las mismas que han involucrado básicamente obligaciones de carácter concesional por alrededor de US\$ 480 millones en valor facial, con un descuento que osciló entre 25% y 75%. En contrapartida el gobierno tuvo que constituir fondos contravalor por importes similares a los de los valores descontados de las obligaciones, que en promedio ascendieron a alrededor del 30% del monto total nominal. De esta forma, recursos que hubiesen sido orientados al pago de deuda se destinaron a la atención de otras necesidades prioritarias de la población, tales como alivio a la pobreza, conservación del medio ambiente, entre otros.

Para el periodo 2001-2005 los posibles montos en valor facial oscilan entre US\$ 300 MM (escenario moderado) y US\$ 500 MM (escenario optimista), Un programa de este tipo requiere de que recursos para constituir el fondo contravalor respectivo, entre US\$ 150 MM y US\$ 250 MM (estamos considerando 50% de descuento). Los beneficios de estos canjes son principalmente:

- Reducción del saldo adeudado de aproximadamente, en el escenario moderado de US\$ 300 MM por cada año.

- Reducción del servicio de deuda, considerando que los fondos contravalores también tendrán que financiarse con nueva deuda, se ha estimado que el ahorro anual podría estar entre US\$ 5 MM y US\$ 15 MM.
- Desarrollo de proyectos de alivio a la pobreza, ecológicos y otros, por un monto equivalente al fondo contravalor.

Algunos acreedores de deuda comercial integrantes del Club de París podrían estar interesados en la posibilidad de canjear deuda por inversión. Los beneficios de un programa de este tipo son principalmente:

- Reducir el monto destinado al pago del servicio de la deuda, con la consecuente disminución de la presión que ejercen los pagos sobre la caja fiscal.
- La recompra de la deuda con un descuento, permite la generación de un ahorro en tanto no se paga el valor nominal de la deuda sino un monto menor.
- No utilizar las reservas para encarar las obligaciones, en tanto la deuda se recompararía en su equivalente en soles.
- Aún cuando no es el objetivo principal de este mecanismo, se alentaría la participación del sector privado nacional y extranjero en el desarrollo del país.

La deuda comercial del Club de París asciende a aproximadamente a US\$ 5.4 bn, de estos acreedores estimamos que básicamente España e Italia estarían interesados en este esquema, lo que reduce el monto potencial para este tipo de operaciones. Estimamos que en el periodo 2001-2005 un objetivo razonable puede ser lograr entre US\$ 300 MM y US\$ 500 MM. Esto le significará en este periodo, disminuir la deuda en un 30% del valor facial y ahorros en el servicio de deuda no muy significativos.

### **4.3 Canje de Deuda Antigua por Nueva Deuda (Swaps).**

Esta opción ha venido siendo utilizada por varios países que mantienen esta clase de títulos principalmente con dos objetivos:

- Mejorar el perfil del servicio de la deuda, es decir disminuir el riesgo de liquidez
- Reducir el valor presente de la deuda, que a su vez originan una disminución en el valor facial de esta.

En el caso del Perú, actualmente se cuenta con 4 tipos de bonos Brady que en valor facial ascienden a US\$ 3 727 millones. Los bonos que tienen mayor liquidez en el mercado secundario son el PDI y el FLIRB cuyas cotizaciones están alrededor del 62% y 56% respectivamente.

Los flujos de caja que generan estos bonos son bastante bajos para el periodo 2001-2002, ninguno de los 4 bonos genera amortización y a partir del 2002, se empieza a amortizar el PDI pero sólo el 1% semestral del adeudado (alrededor de US\$ 34 millones anuales). De otro lado, los cupones para los años 2001-

2003, que estas obligaciones generan, están muy por debajo del YTM de las cotizaciones actuales que oscilan entre 12% y 13%.

Se ha realizado una simulación bajo el supuesto de realizar el canje en el año 2001 por el 100% de los Bradies<sup>43</sup>, los resultados de esta simulación se resume de la siguiente manera:

- De llevarse a cabo el canje en el año 2001, el resultado sería desfavorable para la caja fiscal en los primeros 4 años y recién a partir del 5to año se obtendría ahorros en el servicio de deuda.
- Se disminuye el valor presente de la deuda ya que el mercado premia o valoriza a menor tasa los bonos globales respecto a los bonos Brady. En el pasado este premio ha variado para cada país desde 10 p.b. (Panamá) hasta 150 p.b. (Argentina), para el caso del Perú este premio podría estar entre 30 p.b. y 60 p.b., por lo tanto el ahorro en términos de valor presente se situaría entre US\$ 45 US\$ 90 millones.
- Disminuye el stock de deuda en aproximadamente 30% del valor facial.

En conclusión, se puede afirmar que llevar a cabo una operación de esta naturaleza en el año 2001 no sería conveniente, considerando que el objetivo principal de mejorar el perfil de la deuda, no se cumpliría. Sin embargo, esta alternativa no debe descartarse para más adelante, cuando el riesgo de liquidez haya disminuido o cuando los flujos del canje sean positivos.

#### **4.4 Recompra de Deuda.**

La posibilidad de negociar deuda peruana en el mercado secundario, distinta a los Bonos Brady, es bastante escasa. Sin embargo eventualmente se presentarán oportunidades que deberán ser evaluadas caso por caso.

La recompra de una deuda debe mejorar la relación Costo-Riesgo del portafolio de pasivos, por tanto la valorización de la deuda debe hacerse con curvas de rendimiento que incluyan el riesgo Perú.

Desde el punto de vista del costo, lo óptimo sería que el fondeo de esta recompra se haga con recursos más baratos que la curva de rendimiento, los mismos que podrían provenir de préstamos de multilaterales u otros recursos (privatizaciones).

Para mejorar el riesgo de liquidez, el plazo de la deuda que se esta recomprando deberá ser menor al plazo de la alternativa que se esta usando para financiar la operación.

---

<sup>43</sup> Este es solo un ejercicio para medir las bondades del Swap, sin embargo en términos reales los montos por cada operación Swap oscila entre el 30% y 50% del stock.

## 4.5 Operaciones de Prepago.

El prepago de Club de París o Multilaterales es una alternativa poco atractiva, debido a que los pre pagos parciales se aplican a los últimos servicios, por lo tanto disminuyen el plazo del crédito y no el servicio de deuda.

Una consideración adicional en el caso de Club de París, es que las condiciones contractuales exigen trato igualitario a todo los miembros, por lo tanto, esto obligaría a que si se ofrece prepagar a uno debería hacerse extensivo a los otros.

## 5. Financiamiento Previsible.

Dado que las necesidades de financiamiento para el período 2001-2004 oscilan entre US\$ 1,800 y 2,400 MM promedio anual, y que se estima que con recursos de emisiones de deuda interna y financiamiento de Organismos Multilaterales para proyectos y privatizaciones, se puede financiar US\$ 1,300 MM. El saldo a financiar por otras fuentes oscila entre US\$ 600 y 900 MM por año. En el siguiente cuadro se resume este programa:

**Estructura Proyectada de Financiamiento (2001-2004)**  
(en millones de US\$)

	2001		2002		2003		2004		Total 4 años	
<b>Necesidades de Financiamiento</b>	1.803		1.827		2.038		2.033		7.701	
Incremento Potencial	309		322		340		358		1.329	
<b>Total Necesidades (Rango)</b>	<b>1.803</b>	<b>2.112</b>	<b>1.827</b>	<b>2.149</b>	<b>2.038</b>	<b>2.378</b>	<b>2.033</b>	<b>2.391</b>	<b>7.701</b>	<b>9.030</b>
<b>Financiamiento Previsible</b>										
Privatización	400		300		300		300		1.300	
Deuda Mercado Local	280		300		400		500		1.480	
Deuda Multilaterales Proyectos	600		600		600		600		2.400	
<b>Total Financiamiento Pre Acordado</b>	<b>1.280</b>	<b>1.200</b>	<b>1.300</b>	<b>1.200</b>	<b>1.300</b>	<b>1.400</b>	<b>1.400</b>	<b>1.400</b>	<b>5.180</b>	<b>5.180</b>
<b>Administración de Pasivos *</b>										
Canje de deuda por donación	5		12		20		25			
Canje de deuda por Inversión			3		8		13			
Swap de Bradies							3			
Reestructura deuda Interna	5		15		30		45			
<b>Total de Adm. de Pasivos</b>	<b>10</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>86</b>	<b>86</b>	<b>184</b>	<b>184</b>
<b>Saldo por Financiar (Rango)</b>	<b>513</b>	<b>832</b>	<b>597</b>	<b>949</b>	<b>680</b>	<b>1.078</b>	<b>547</b>	<b>991</b>	<b>2.337</b>	<b>3.666</b>
Credito Multilaterales Libre Disponibilidad Emisiones Mercado Internacional Deuda Comercial Otras Fuentes	El Saldo Por Financiar deberá cubrirse con una combinación de los productos listados. La elección final y la estrategia de financiamiento deberá minimizar el costo de fondeo considerando la necesidades de crear un benchmark Perú, de reducir exposición a riesgos no cubiertos construyendo un portafolio óptimo									

Fuente: Marco Macroeconómico Multianual 2002-2004. Elaboración: Gabinete de Asesores/ MEF

Incremento Potencial: Probable incremento en el servicio de deuda por variaciones en déficit fiscal, tasas de interes y por tipo de cambio

Canje por Donación: asume US\$ 100 MM /año

Canje po Inversión: se estima US\$ 100 MM a partir del 2002

Swap de Bradies: Se considera US\$ 1,000 en el 2002 y US\$ 1,000 en el 2003

Reestructura de Deuda Interna: supone 20001: US\$ 50 MM 2002: 100 MM 2003: 150 MM y 2004: 200 MM

Los ahorros obtenidos por operaciones de manejo de pasivos son mas importantes desde el 2004

Los ahorros en el servicio de deuda por operaciones de administración de pasivos son poco significativos los primeros años y empiezan a ser realmente importantes después del 2004. Un efecto importante de estas operaciones es la disminución del saldo adeudado, que en este caso se estima en un 35% sobre el valor facial (US\$ 2,700 MM), que significaría una disminución al final del 2004 en el stock de la deuda en aproximadamente US\$ 950 MM.

A manera de conclusión se puede decir que:

- La estrategia de mediano plazo debe buscar la diversificación de nuevas fuentes de fondeo, en este aspecto, las alternativas que se tiene y todavía no utilizadas por el Perú son principalmente dos: El mercado de capitales local y el internacional.
- Los organismos multilaterales seguirán siendo importantes dentro de esta estrategia, los créditos para financiar proyectos tiene condiciones muy favorables. En el caso de los préstamos de libre disponibilidad se tiene costos y plazos razonables, pero en términos de flujo de caja un bono, dado que solo paga cupón, puede ser más conveniente.
- El financiamiento a través del mercado local deberá ser prioridad en la estrategia de largo plazo, a través de esta fuente es posible financiar en promedio entre US\$ 300 y 500 MM anuales. Esta fuente permite disminuir los riesgos cambiarios del portafolio de deuda además de contribuir en forma importante el desarrollo del mercado de capitales local.
- La emisión de Bonos Globales deberá ser evaluada dentro de la estrategia global, desde el punto de vista de costos. Resulta necesario también contribuir a la diversificación de las fuentes y los riesgos de refinanciamiento. Lo recomendable es que el acceso a los mercados de capitales externos sea en forma ordenada y contribuya a mejorar la relación costo-riesgo del portafolio de deuda.
- Las diferentes alternativas de operaciones de administración de pasivos (Canje de deuda por donación o inversión, Swap de bradies, reestructuración de la deuda interna), no tienen un efecto muy importante en el flujo de caja al inicio, sin embargo si empiezan a ser importantes en los años posteriores al 2004. Donde si se tiene un beneficio importante en este tipo de operaciones es en el saldo del adeudado, y esto si mejora los ratios de sostenibilidad de la deuda, se estima que se puede lograr una disminución de US\$ 950 MM al final del 2004 si se logra realizar canjes de deuda por donación, inversión por un monto facial de US\$ 700 MM y Swaps de bradies por US\$ 2,000 MM.

## **VI. Agenda Pendiente**

El manejo del stock actual de la deuda pública y el financiamiento de las necesidades programadas por el Estado no es solo una necesidad y compromiso del gobierno, sino que además representa una oportunidad para liberar recursos a favor de otros rubros de gasto prioritarios. Para ello, se debe crear herramientas que contribuyan al equilibrio presupuestal y a la sostenibilidad de los programas fiscales, profundizando la reforma del Estado y contribuyendo a generar una cultura de transparencia y profesionalismo.

Las principales propuestas del documento se refieren a la implementación de una estrategia de manejo integral de los pasivos del Estado, que considere:

- La elaboración de un **Balance del Estado**, que registre los activos financieros y no financieros, los pasivos y el patrimonio neto del Sector Público, así como información sobre las contingencias;
- El desarrollo y fortalecimiento del **mercado local** de deuda, a través de emisiones de bonos del Tesoro;
- La **administración activa** de los pasivos del Estado (ALM), que involucre un esquema dinámico de manejo de portafolio y de coberturas de riesgo, buscando maximizar la búsqueda de oportunidades tanto en el mercado interno como externo, y estableciendo para ello un portafolio óptimo (*benchmark*);
- Fortalecer la **autonomía en la gestión de la oficina** encargada de la administración de la deuda pública, dotándola de flexibilidad y capacidad de gestión moderna; y
- Avanzar en la preparación de la **documentación requerida** para una emisión de títulos en los mercados financieros internacionales.

## 1. Elaboración del Balance del Estado

El proceso de elaboración del Balance del Estado garantiza en sí mismo, una mayor eficiencia en la administración de los diferentes activos y pasivos, de manera independiente a quien es el responsable de elaborarlo o analizarlo. Desde el punto de vista de los pasivos, construir un balance permite:

- Administrar de manera más eficiente el portafolio de deuda pública, ya que al tener una visión integral de activos y pasivos permite definir políticas adecuadas para la administración de los diferentes riesgos. Esto es, se puede mejorar el calce de las estructuras de los diferentes activos con los pasivos.
- Identificar y controlar las obligaciones que hoy no se tienen centralizadas ni identificadas.
- Que el Banco Central de Reserva del Perú tenga mayores elementos para definir políticas referidas a la administración de las Reservas internacionales (principal activo financiero del balance).
- Centralizar la información respecto a otros activos (sobretudo financieros) de manera que se facilite su administración: por ejemplo: cartera adjudicadas de los bancos, cuentas por cobrar producto de las privatizaciones, contratos de concesiones, empresas públicas, etc.

La elaboración de una hoja de balance no implica una centralización de las decisiones. Estas seguirán siendo tomadas respetando la autonomía en cada

uno de los casos: BCR, ONP, empresas públicas, COFIDE (que administra las carteras adjudicadas), etc. Lo importante es que todas las instituciones involucradas directa o indirectamente produzcan mayor información y desarrollen mecanismos de transparencia, que les ayude a tomar decisiones mas adecuadas para cada unos de los activos y pasivos que están bajo su responsabilidad.

Para llevar adelante el proyecto de construir el balance del estado, es necesario realizar previamente la evaluación tanto de los activos como de los pasivos:

### **1.1 Inventario Centralizado de Obligaciones y Contingencias.**

Es necesario identificar los pasivos que están en libros (In Balance) y aquellos que no lo están (Off Balance). Todo los pasivos deben ser valorizados con las diversas metodologías (a valor nominal, a valor presente) para tener una mejor idea de lo que se debe registrar.

La complicación, probablemente esta en los pasivos off balance, debido a que no se tiene una identificación adecuada de todo los pasivos y probablemente no se tiene una buena valorización de los mismos.

Por ello una de las propuestas del Documento es un proyecto de Ley sobre el registro y provisión de contingencias en contra del Estado<sup>44</sup>.

### **1.2 Inventario Valorizado de Activos del Estado.**

De igual manera, es necesario identificar los activos in balance y off balance, en este caso es probable que se tenga de los activos financieros in balance pero requiere ser centralizado y uniformizar la valuación.

La complicación esta en identificar los activos off balance, inventariarlos y valorizarlos.

Para elaborar un plan de acción con el objetivo de construir un balance del Estado, se debe establecer un comité o grupo de personas que se responsabilicen del tema. Dentro de sus responsabilidades debe estar la de definir conceptualmente el balance, este marco conceptual debe permitir identificar una cuenta in balance y off balance. Este es el primer paso del proyecto, que luego debe definir el sistema que centralice toda la información. En la medida que este es un esfuerzo de largo aliento, debe contarse con un equipo de trabajo que garantice el éxito final del proyecto. Los miembros de este comité podrían provenir, entre otros, de:

- La Oficina de Deuda, quien debería liderar este proyecto, debido a que la Deuda Pública interna y externa (US\$ 21,9 miles de millones) es tal vez uno de los rubros más importantes. Esta oficina debería responsabilizarse

---

<sup>44</sup> El proyecto de Ley se encuentra en el anexo J del presente documento.

de la administración de los contingentes y otras obligaciones (deuda agraria, FOPE, RFA, bonos de reconocimiento, etc).

- Otras dependencias del Ministerio de economía y Finanzas como la Dirección General de Tesoro Público y la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros
- El Banco Central de Reserva del Perú
- La ONP
- El INEI

El Comité tendría a su cargo, en una primera etapa, el desarrollo de la metodología para la elaboración de la Hoja de Balance del Estado peruano y los documentos que requieran las unidades ejecutoras para empezar a reportar la información referida a los activos fijos, las obligaciones, las contingencias, etc. En una segunda etapa se debería recibir la información y procesarla para elaborar el registro centralizado de activos financieros y no financieros, obligaciones y contingencias, que servirá de base para la elaboración del balance. Finalmente debe considerarse una tercera etapa para consolidar el sistema y los reportes anuales sobre los estados financieros del Estado peruano, entre los que destacaría la hoja de balance.

## **2. Desarrollar el Mercado Local de Deuda Soberana<sup>45</sup>**

En cumplimiento de su rol promotor el Estado debe promover el mercado de capitales local. En ese sentido, se debe continuar con emisiones que guarden características similares a las de las emisiones autorizadas en el año 2001<sup>46</sup>: emisiones en moneda nacional, a través de la bolsa de valores, con plazos diferenciados, y con valores nominales al alcance del inversionista individual.

En la medida que se logre garantizar el equilibrio fiscal, las emisiones en el mercado local servirán para financiar el déficit y paulatinamente permitirán ir canjeando deuda externa por deuda interna, disminuyendo, así, los riesgos cambiarios asociados al portafolio de deuda.

El objetivo es implementar un programa de emisiones de deuda pública orientado al mediano y largo plazo. El desarrollo de este mercado se dará en forma gradual y se estima que el stock deuda para finales del 2001 podría ubicarse entre S/. 1000 millones y S/: 1,200 millones y este stock podría ir incrementándose hasta llegar en el escenario esperado a un stock de S/. 10,000 millones (aproximadamente US\$ 2,700 millones). Ello equivale aproximadamente al 12% del stock actual de deuda.

---

<sup>45</sup> Con el objetivo de promover el mercado local de capitales, el 28 de mayo del 2001 el Gobierno presentó al Congreso de la República 4 proyectos de Ley basados en los resultados de la Consulta Ciudadana del Documento de Trabajo "Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores", publicado en El Peruano el 23 de mayo

<sup>46</sup>Decreto de Urgencia N° 015-2001, publicado en el diario oficial El Peruano el 3 de febrero del 2001.



## 2.1 Desarrollo del Mercado de Dinero

Resulta primordial el desarrollo del mercado de dinero en el Perú (mercado de corto plazo menor a 12 meses). Un actor importante de este mercado es el Tesoro, que a la fecha viene financiando sus necesidades temporales con el Banco de la Nación. Al respecto, es importante que el Tesoro Público conjuntamente con la Dirección General de Crédito Público trabajen en un programa de emisión de Letras del Tesoro que permita un manejo más eficiente y transparente de la Tesorería. Las letras del Tesoro conjuntamente con los Certificados del Banco Central permitirán construir la curva de rendimientos (el *Benchmark*) del corto plazo.

La estabilidad monetaria, responsabilidad del Banco Central de Reserva, es condición importante para el desarrollo del mercado de deuda de corto plazo. La inflación viene reduciéndose en forma sostenida en los últimos años y el BCR publica el programa monetario anual con actualizaciones mensuales, lo que le da al mercado mayor transparencia y credibilidad.

A pesar de la estabilidad en la inflación no se ha podido avanzar en el fortalecimiento de la moneda nacional, el Sol, en forma significativa, por lo tanto deberá revisarse la política actual y evaluar algunas medidas que contribuyan a dicho fortalecimiento. El sistema financiero se encuentra “sobrevendido” en soles (posiciones cortas en soles) y la liquidez esta altamente concentrada, lo cual no contribuye al desarrollo del mercado local de deuda en moneda nacional.

## 2.2 Tipos de Instrumentos

Las alternativas en cuanto a los tipos de instrumentos son las siguientes:

*Letras del tesoro:* plazos hasta 180 días emitidos por el Tesoro Público con el objetivo de financiar necesidades temporales

*Bonos en soles nominales con Cupón:* plazos entre 2 y 3 años inicialmente, para luego ir incrementando el plazo.

*Bonos en Soles indexados a la inflación:* plazos de 5 a 10 años, estos instrumentos estarán dirigidos principalmente a los Fondos de Pensiones y a las Compañías de seguros de vida.

La estrategia deberá considerar una mezcla de estos instrumentos, en el largo plazo el interés es que solo queden los bonos y letras en soles nominales, los bonos indexados a la inflación deberían disminuir en la medida en que se vaya logrando más confianza a la estabilidad económica y la aversión al riesgo de la inflación disminuya.

## 2.3 Desarrollo de una Base de Inversionistas

Para un crecimiento sostenido del mercado local de deuda es importante desarrollar una base de inversionistas sólida. Debido a que estos tienen

estrategias distintas de inversión, percepciones distintas referente a los riesgos de mercado y liquidez. Es necesario que se genere una demanda para el mercado primario de deuda y se fortalezca el mercado secundario,



TRADICIONAL INSTITUCIONAL ADICIONAL

A continuación se presentan algunos lineamientos de política referidos a los principales actores del mercado local de capitales, es decir (i) empresas públicas, (ii) fondos de pensiones y (iii) fondos mutuos.

#### a. Empresas Públicas

Las empresas públicas son parte importante del ahorro interno. Actualmente estos recursos están en casi un 100% en el sistema financiero. Es recomendable que se definan políticas prudentes para estos fondos de manera que no generen distorsiones en el sistema financiero ni en el mercado de deuda, un extremo es el modelo que algunos países han seguido de casi obligar a estas empresas a invertir en bonos de gobierno. Sin embargo consideramos que lo prudente no es este modelo ni tampoco prohibir su participación. Si los comités de inversión de cada fondo público definen una política clara sobre su participación en instrumentos de gobierno, no deberían generarse distorsiones.

Recientemente se ha actualizado las normas relacionadas con el manejo de recursos mantenidos bajo la forma depósitos a plazo en instituciones financieras bajo la modalidad de subastas.<sup>47</sup> Estas normas reconocen la importancia del Estado como depositante en el Sistema Financiero Nacional y la posibilidad de que movimientos bruscos en estos depósitos produzcan fluctuaciones no deseadas en las tasas de interés o comprometan la solvencia de algunas instituciones financieras pequeñas.

El sistema de subastas busca asegurar transparencia y prudencia en el manejo de los recursos que las entidades públicas mantienen en el sistema financiero. De acuerdo al criterio de transparencia se busca que la colocación de los recursos se haga en una convocatoria abierta a todas las instituciones

<sup>47</sup> Decreto Supremo 040-2001-EF del 13 de marzo del 2001.

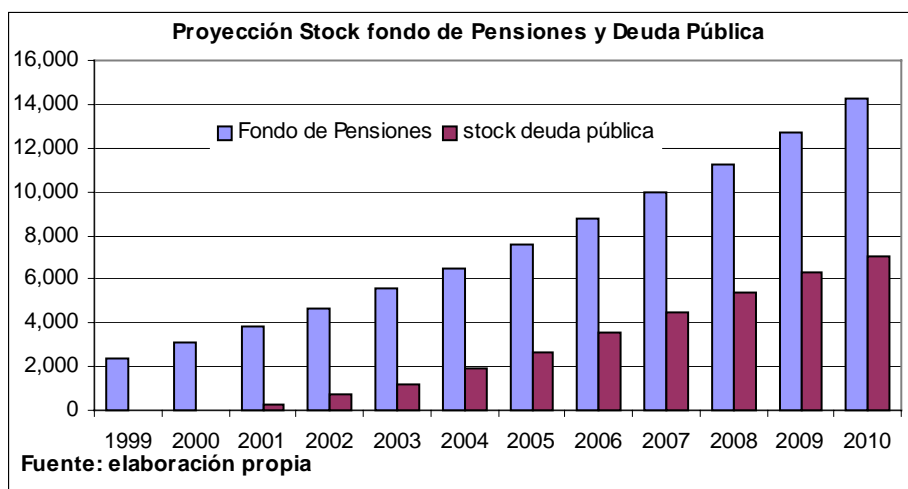
financieras a cargo de un comité de adjudicación que asigna los fondos en función de las tasas de interés ofrecidas.

De acuerdo al criterio de prudencia, se busca limitar la posibilidad de pérdida de recursos en la eventualidad de la quiebra de una empresa financiera. Para ello se establecen límites para cada institución financiera en función de su patrimonio y la clasificación de riesgo. De esta forma una institución con mejor calificación y con mayor nivel patrimonial podrá captar una mayor porción de los recursos de las instituciones públicas.

La supervisión del cumplimiento de los objetivos de prudencia y transparencia está a cargo de un Comité Especial cuya Secretaría está a cargo del Viceministerio de Hacienda del MEF. Este comité calcula los límites por institución financiera y se preocupa de que no se discrimine a las instituciones financieras pequeñas en el proceso de colocación de recursos público.

## b. Fondos de Pensiones

En el caso de los fondos de pensiones en el Perú existe un espacio muy grande para invertir en deuda soberana. Hoy el stock de papeles del gobierno, incluyendo Banco Central, Bradies y Bonos soberanos, representa solo el 7% de todo el stock, siendo el límite de 40% entre deuda de gobierno y Banco Central.



## c. Fondos Mutuos

El crecimiento del sistema de fondos mutuos es primordial para contribuir con el desarrollo del mercado de capitales. En algunos países la promoción de parte del gobierno ha permitido un crecimiento importante. En el caso de Brasil estos fondos ascienden a US\$ 121 miles de millones (16% PBI). Los fondos Mutuos en Perú tuvieron una crisis en el segundo semestre de 1998, que redujo el tamaño de los fondos de US\$ 750 MM a US\$ 350MM, desde entonces la credibilidad en el sistema se está recuperando muy lentamente.

Los fondos mutuos hoy día, están aproximadamente en un 95% denominados en dólares. Desde el punto de vista de la demanda de instrumentos de

gobierno esto constituye un problema si a futuro no se desarrollan los fondos en soles, y/o los fondos en dólares no son agresivos tomando riesgos cambiarios. Si se quiere avanzar en materia de estabilidad económica, resulta imprescindible contar con señales claras de parte de las principales autoridades económicas y financieras (MEF, BCR, SBS, CONASEV).

Los avances en el proceso de intermediación financiera del ahorro nacional, dependen, en parte, de la decisión del conglomerado financiero y de los accionistas de los fondos mutuos. En el Perú no hemos visto de parte de los fondos mutuos una campaña agresiva de venta del sistema que administran.

Algunas medidas que deben evaluarse y que mejorarían el mercado de deuda son las siguientes:

- Permitir que las AFPs administren diferentes tipos de fondos, inclusive se debe evaluar que pueda administrar fondos de ahorro voluntario y de libre disponibilidad

- Promover o facilitar la migración de los ahorros bancarios al sistema de fondos mutuos.

- Definir el panorama de largo plazo para la exoneración a la ganancia de capital<sup>48</sup>.

- Es importante que exista una “muralla China” entre los fondos y los otros negocios del grupo, la administración de riesgos debe ser realizada por una unidad propia del fondo.

- Se debe tratar de homogenizar el sistema de valoración de los instrumentos para los fondos de pensiones, fondos mutuos, bancos y compañía de seguros.

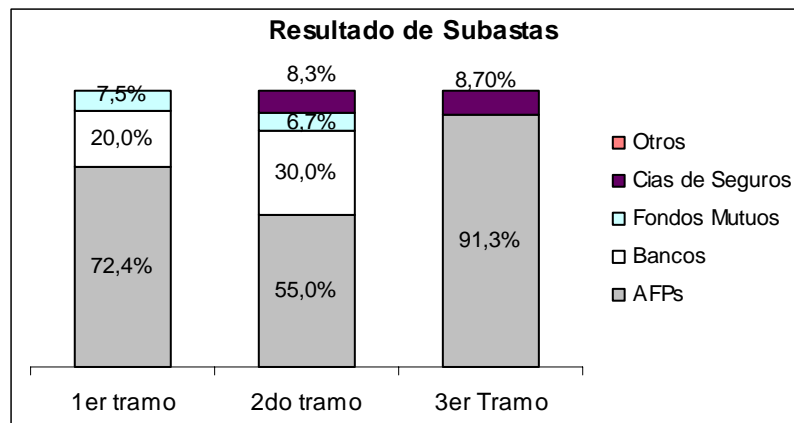
#### **1.4 Infraestructura y Sistema de Distribución**

Los intermediarios son parte importante del desarrollo del mercado de deuda, por lo tanto en el mediano plazo será necesario que los bancos sean participantes directos tanto de las subastas del mercado primario como del mercado secundario. Para ello los sistemas de negociación en el mercado primario (hoy el de la BVL) y secundario, deben permitir la participación directa de los bancos, lo cual implica que si la BVL tiene dentro de sus planes desarrollar este mercado deberá hacer las modificaciones necesarias para que en algunos mercados la participación bancaria sea mucho mas abierta.

Para las dos primeras subastas de S/. 100 MM realizadas por la Dirección General de Crédito Público en marzo y abril del 2001 se utilizó el sistema electrónico de subastas primarias de la Bolsa de Valores de Lima.

---

<sup>48</sup> Al respecto, cabe señalar que como resultado de la Consulta Ciudadana sobre el Acceso al Mercado de Valores, elaborada por el Ministerio de Economía y Finanzas en mayo del 2001, se ha presentado al Congreso de la República un proyecto de Ley que extiende la exoneración del impuesto a la renta a la ganancia de capital al 2010.



El 20 de junio se realizó la Subasta del tercer Tramo del Programa de Emisión de Bonos Soberanos 2001, al igual que las dos anteriores se utilizó el Sistema Electrónico de la Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima, bajo la modalidad de Subasta Holandesa sobre el cupón o tasa de interés que ofrecerá el bono. Se subastaron S/.150 millones adjudicándose S/.54 millones al Bono Soberano Junio 2003 a una tasa fija de 12,26% nominal anual y S/.96 millones al Bono Soberano Junio 2004 a una tasa de interés fija de 12.85% nominal anual.

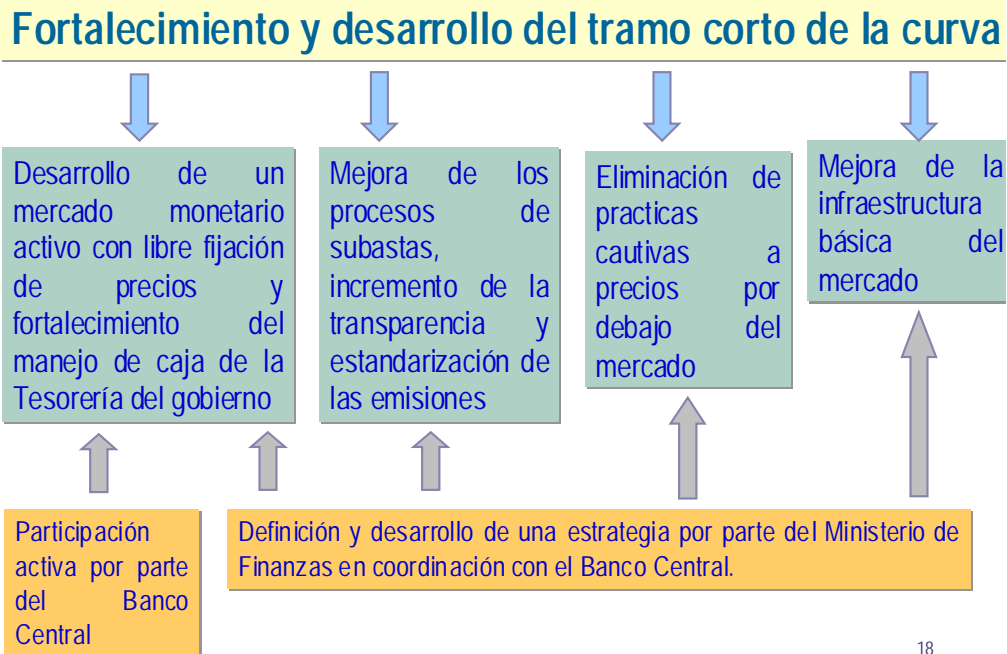
Cabe señalar, que este tercer tramo es la primera emisión de un bono a tasa fija en soles a un plazo de tres años con lo cual se estaría generando referencias de tasas en soles para este plazo en el mercado local, incentivando la emisión de instrumentos de éstas características por parte del Sector Privado.

Las subastas realizadas resaltan la importancia del sistema de intermediarios para asegurar una mejor cobertura de la emisión, sin embargo en estas tres emisiones fueron los fondos de pensiones los principales compradores, lo que genera una concentración que definitivamente no contribuye a profundizar el mercado secundario.

Por ello, habida cuenta que los bancos son inversionistas de sus propias mesas de dinero y tienen los canales con mayor cobertura de distribución, y que uno de los objetivos del sistema de distribución y cobertura es llegar a una demanda diversificada; lo mejor es que el sistema de intermediación tenga en cuenta a los bancos.

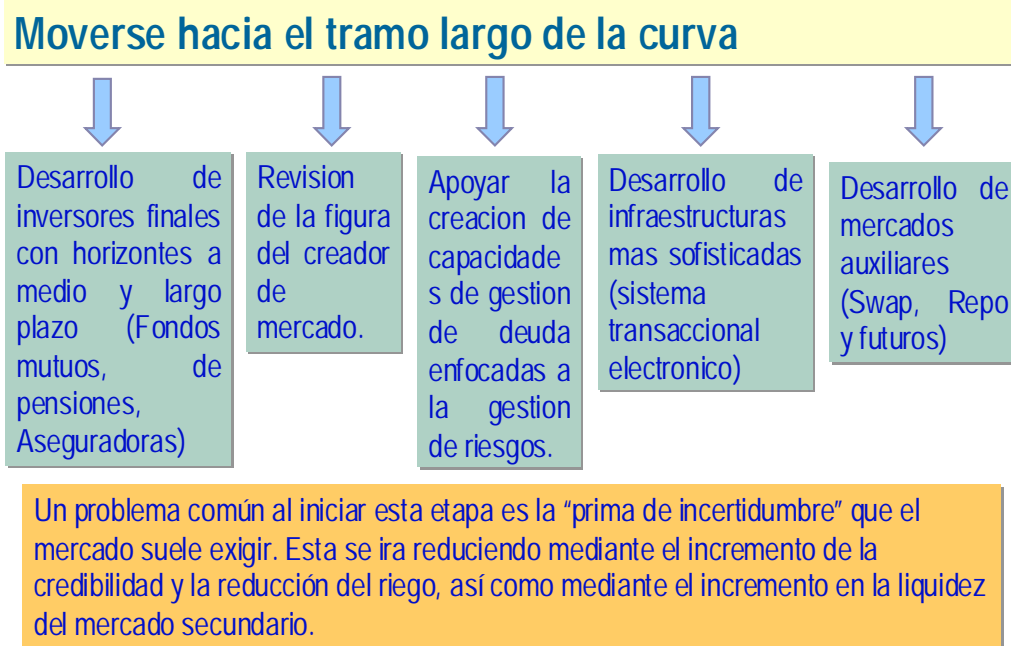
El proceso de desarrollo de un mercado de deuda pública tiene que hacerse de forma ordenada, coordinada y prudente. En una primera etapa se debe lograr confianza y credibilidad, lo cual permitirá desarrollar el tramo corto de la curva de rendimientos, de 0 a 3 años. En una segunda etapa se tendrá como objetivo alargar los plazos y profundizar el mercado secundario. Esto se aclara mejor en los gráficos siguientes:

## Secuencia: Medidas en el corto plazo



18

## Secuencia: Medidas en el medio plazo



19

Fuente: presentación Banco Mundial, Desarrollo Mercados Domésticos, Lima abril 2001

### 3. Definir Estrategia de Largo Plazo

El Perú debe definir una estrategia considerando un horizonte de largo plazo, las necesidades de financiamiento para el periodo y teniendo claro que el objetivo es minimizar los costos del portafolio de la deuda asumiendo riesgos razonables de liquidez y de mercado. Para ello debe realizarse un análisis profundo de cual es la estructura del portafolio óptimo (Portafolio Benchmark) dentro de un marco de ALM.

El proceso para definir el portafolio benchmark requiere tener un modelo sofisticado que permita realizar las simulaciones estocásticas necesarias para establecer la frontera de eficiencia y sobre la base de esto determinar el portafolio objetivo. La unidad de *Middle Office* todavía no tiene este nivel de sofisticación, pero es muy importante que dentro de la agenda de desarrollo se tenga como prioridad el desarrollo de estas capacidades.

Una evaluación preliminar del portafolio de deuda, nos lleva a las siguientes conclusiones:

- Existe evidencia una gran concentración de deuda externa y de fuentes de financiamiento (Multilaterales y Club de París).
- Existe una considerable exposición a riesgos de mercado, principalmente a riesgo cambiario.
- Existen considerables riesgos de liquidez y refinanciamiento, que hacen que el servicio de deuda para el periodo 2001-2004 tenga un fuerte impacto sobre los presupuestos anuales.
- La participación de la deuda de mercado es poco representativa dentro del portafolio, solo se cuenta con los bonos Bradys y casi no hay bonos de deuda pública en el mercado local. Esto dificulta la realización de operaciones de mercado (swaps, recompra de deuda, etc.) para disminuir los riesgos de refinanciamiento.

Para administrar los riesgos de liquidez y de mercado es importante definir una política respecto al valor máximo de exposición al riesgo que se esté dispuesto a asumir. De los ejercicios preliminares, se ha estimado que los riesgos de mercado para el 2001 representan el 1.5% de la recaudación tributaria (VAR/Recaudación Tributaria) y si consideramos el largo plazo, estos riesgos representan el 2.9% del PBI. La política de deuda propuesta debe definir que riesgos se busca que disminuyan gradualmente en el mediano plazo.

Si bien el marco legal actual impone límites basados en una visión a mediano plazo establecida por el Marco Macroeconómico Multianual que define el nivel de déficit fiscal y por lo tanto el nivel de endeudamiento, se requiere mayor especificación en cuanto al nivel de riesgo deseado y a una estructura ideal de portafolio que defina una meta de largo plazo para una administración prudente de los límites de endeudamiento.

### 3.1. Crear un Portafolio Marco

Solo un enfoque integral de Portafolio permite aislar variables relevantes y modelar riesgos en forma adecuada. El nivel ideal de riesgo dependerá, entre otras cosas, del manejo de las políticas monetaria y fiscal. Un manejo prudente de política monetaria implica menor volatilidad tanto en las tasas internas como en el tipo de cambio. Igualmente los limites presupuestales fijan limites para el déficit y ratios de endeudamiento, pero no consideran metas por tasa, producto duración y otras variables que deben ser establecidas en el marco de un modelo de Portafolio Marco. La experiencia de países en los que se ha priorizado y ordenado el esquema sugiere el siguiente ordenamiento:

#### Proceso para Definir Un Portafolio Marco<sup>49</sup>

*Paso 1: Definir un Objetivo Claro*

- Estabilizar o minimizar el costo de la deuda

*Paso 2: Establecer limites basados en Metas Macroeconómicas*

- Asegurar acceso al mercado doméstico e internacional
- Controlar la volatilidad del costo de la deuda para el presupuesto
- Controlar el ratio de Deuda/PBI

*Paso 3: Definir parámetros en base a los limites planteados*

- Deuda Total:
  - Proporción de deuda domestica y externa
  - Nivel máximo de refinanciamiento
- Deuda Interna
  - Limites mínimos y máximos de ratio de tasa fija/variable y maduración
- Deuda Externa
  - Limites mínimos y máximos de ratio de tasa fija/variable y maduración
  - Estructura por Monedas
- Otras Limitaciones
  - Portafolio inicial de obligaciones
  - Necesidades Iniciales de reperfilamiento
  - Instrumentos y mercados disponibles

*Paso 4: Corridas para Optimizar Portafolio ideal*

- Simular resultados en modelo multivariable
- Análisis de escenarios

---

<sup>49</sup> Louis de Montpellier, Morgan Stanley Dean Witter, Sovereign Debt Management – Framework for Discussion, April 2001



**Paso 5:** *Identificar Portafolio Optimo, aquel que se acerque mejor a los objetivos con las limitaciones impuestas*

- Modelar la Actividad Periódica (trimestral, semestral, etc): es fundamental elegir el modelo a utilizar, los modelos tradicionales son: Efficient Frontier (CAPM), Random Walk, Monte Carlo. En general todos ellos modelan la volatilidad basados en técnicas de correlación de factores.

Para el desarrollo de estas actividades se recomienda dotar a la Oficina de Deuda de las capacidades técnicas, presupuestales y de un equipo humano experimentado para iniciar el proceso y definir la meta de Portafolio Marco.

### **3.2 Estrategia de Administración Activa de Pasivos.**

La administración activa de deuda (Active Liability Management) es un esquema dinámico de manejo de portafolio y de coberturas de riesgo con emisiones y toma de posiciones continuas en los mercados de deuda local e internacional.

Se debe establecer el portafolio óptimo (benchmark) y definir políticas respecto a la exposición de riesgo. El portafolio benchmark es el objetivo en el mediano plazo y debe definir la estructura de monedas, de tasas, deuda interna/externa. Por su parte, la política de riesgo debe definir límites máximos en lo que se refiere al servicio de deuda, a la exposición de riesgo cambiario y a la tasa de interés.

El portafolio de deuda pública esta expuesto a riesgos de refinanciamiento y de mercado, que no están siendo debidamente administrados. Por esta razón, el manejo debe ser muy activo en lo que se refiere a la administración de estos riesgos. En un primer momento, esto puede darse a través de operaciones de cobertura, para luego ir sofisticando las operaciones.

Riesgos de Liquidez y Refinanciamiento	<p>Riesgo Alto</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dado que no se diversifica las fuentes de fondeo, se tiene presión alta sobre la caja.</li> <li>• Los ahorros en el servicio de deuda por canjes de deuda por donación son muy marginales</li> </ul>
Riesgos de Mercado	<p>Riesgo Alto</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Al ser muy poco activo en operaciones de administración de pasivos, los riesgos de mercado siguen siendo altos, sobretudo el cambiario.</li> </ul>

La alternativa de renegociar el programa de pagos con Club de París debe ser analizado con mucha cautela, ya que los costos por entrar en este proceso pueden ser largamente mayores que los beneficios, una experiencia reciente fue el intento de Rusia, que al final desistió. Siempre las alternativas de mercado son mucho más transparentes y generan mayor confianza en los mercados.

#### 4. Dotar de Autonomía y Flexibilidad a la Oficina de Deuda.

Durante los últimos años, la oficina de deuda (Dirección General de Crédito Público) ha logrado avances en el sentido correcto pero tímidos ante la magnitud de las necesidades. Para lograr acelerar este proceso es importante redoblar esfuerzos en todo los frentes.

- Se debe ser muy agresivo en el fortalecimiento de la Oficina de Deuda<sup>50</sup>, esto pasa por dotar de infraestructura adecuada, recursos humanos competentes y tecnología (software sofisticado para la administración de portafolios). Esto necesariamente implica un presupuesto que permita realizar los siguientes cambios.
- Desarrollar capacidades técnicas del Front y el Middle Office. Para ello es necesario implementar un programa de capacitación agresivo e incorporar personal con experiencia en el mercado de valores.
- Fortalecer a la Dirección General de Tesoro Público de manera que pueda conjuntamente con la Dirección Nacional de Crédito Público implementar un programa de mediano plazo para la emisión de letras de Tesoro. Para el desarrollo del mercado de deuda, es requisito importante tener un mercado monetario sólido, y el Tesoro es un actor importante para el desarrollo de este mercado.

La propuesta ideal tendría que considerar tres elementos: una propuesta sobre el marco general de endeudamiento, una propuesta de marco organizacional y lineamientos para garantizar una mayor transparencia y coordinación en el tratamiento de los temas de deuda.

Como hemos visto en los capítulos anteriores, el marco legal existente es incompleto e inadecuado para un manejo activo los pasivos del Estado. Al respecto, siguiendo el modelo Irlandés, se propone para la Oficina de deuda:<sup>51</sup> :

##### *i. Potenciar y Capacitar la Oficina*

Con un modelo claro y un marco de acción con autonomías, funciones y obligaciones claramente establecidas la Oficina de Deuda debe acelerar su programa de mejoras. El desarrollo de las capacidades técnicas debe darse a todo los niveles, este desarrollo tiene como requisitos:

- Recursos Humanos capacitados y bien remunerados

---

<sup>50</sup> Para el caso peruano existen tres esquemas para la Oficina de Deuda: (i) mantenerse dentro del Ministerio de Economía, como hasta hoy; (ii) salir fuera del organigrama del Ministerio de Economía y que dependa directamente del Ministro; y (iii) un esquema intermedio, manteniendo la Oficina de Deuda en el ministerio pero con otro marco legal. En efecto, en el anexo K se presenta un análisis costo-beneficio de estas tres propuestas para el Perú.

<sup>51</sup> En el anexo L se presenta el Proyecto de Ley de Creación del Instituto de Gestión de la Deuda Pública

- Tecnología e Infraestructura (Reuters, Bloomberg, Dealings electrónicos) de punta
- Modelo Operativo sistematizado
- Area Legal con experiencia internacional
- Modelos con la sofisticación necesaria para administrar el portafolio
- Presupuesto que permita proveer de estos requerimientos mínimos.

#### *ii. Potenciar del Middle Office*

Aumentar la capacidad de la técnica de esta unidad en análisis y seguimiento de los mercados, desarrollo de modelos de financieros, control de la evolución del portafolio de deuda, elaboración, control y sugerencia de cambios para la estrategia de mediano plazo.

Con relación a la tecnología, el modelo que actualmente se tiene para el monitoreo de los riesgos es de carácter básico, por lo que es necesario desarrollar una nueva versión de este modelo para permitir un análisis más sofisticados. Esta nueva versión debe considerar el marco ALM, la deuda pública como un portafolio, la técnica del Value At Risk, y la simulación de Montecarlo.

Para lograr el nivel técnico adecuado es importante invertir en capacitación permanente del personal, así como complementarlo con la incorporación de personas con experiencia práctica del mercado de valores.

#### *iii. Desarrollar Front Office Interno*

Esta unidad debe desarrollar capacidades que le permitan administrar un programa de emisiones de deuda soberana de largo plazo y un programa de operaciones de cobertura para disminuir los riesgos de mercado.

El Know How de emisiones que se debe desarrollar implica, entre otras cosas, desarrollar capacidades tales como: análisis de los mercados monetarios y de deuda, diseño de instrumentos de deuda siguiendo los estándares internacionales, diseño de estrategias de colocaciones en el mercado primario, conocimiento de las técnicas de valorización de los instrumentos de deuda y de administración de portafolio, técnicas de valoración de productos derivados, capacidades de negociación de productos derivados, desarrollo de relaciones de negocios con los diferentes actores de los mercados (bancos, diferentes Fondos de inversión, BCR, corporativos e bancos de inversión).

El tema puntual de operaciones de cobertura, es requisito fundamental para poder concluir operaciones en forma exitosa. Para ello es importante definir los bancos internacionales y nacionales con los que se negociará este tipo de operaciones, así como realizar un análisis del riesgo crediticio de estas instituciones financieras, para luego proceder a negociar y firmar los contratos marcos (ISDAs) con cada unos de ellos. Por conocimiento de otras experiencias, sabemos que este proceso puede tomar entre 3 y 6 meses, debido a las complejidades que tiene.

Al igual que en el caso del Middle Office, para el logro del nivel adecuado es importante un programa intenso en capacitación permanente del personal y complementarlo con la incorporación de personas con experiencia de mercado.

#### *iv. Esclarecer e Integrar Funciones*

El desarrollo del mercado de deuda de largo plazo requiere del desarrollo del mercado de dinero. En este esquema el rol del Tesoro Público es muy importante, generando instrumentos de corto plazo que deben ser utilizados para financiar las necesidades temporales. Hoy estas necesidades son financiadas con sobregiros del Banco de la Nación.

Para desarrollar este programa de emisiones no es necesario que haya dos unidades emitiendo deuda de gobierno, esto debe estar centralizado en la Oficina de Deuda, pero es importante desarrollar las capacidades necesarias en Tesoro para poder llevar a cabo proyecto.

### **5. Prepararse para una emisión en el Mercado Internacional de Capitales**

Si bien la estrategia de financiamiento para los próximos cuatro años no está totalmente definida ya que esta es una decisión del equipo económico de turno. Es previsible estimar que la misma tendrá un componente importante de participación en el mercado de capitales internacionales, ya que:

- El portafolio actual exige un manejo activo de contingencia que implica coberturas en el mercado internacional de capitales
- Las fuentes tradicionales, multilaterales, se están saturando y el Perú necesita tener acceso a fuentes adicionales de financiamiento
- Existe una importante demanda latente entre inversionistas institucionales por deuda Perú
- El mercado internacional es la principal fuente de fondeo a la cual el Perú no ha tenido acceso

Además de iniciar un proceso de crear un Balance del Estado, de desarrollar el Mercado Local de Deuda, de definir una Estrategia de Largo Plazo sobre el manejo de obligaciones y de fortalecer el Marco Institucional que rige el manejo de deuda pública, el Estado Peruano deberá iniciar un proceso de crear las condiciones para facilitar el acceso del Perú al Mercado internacional.

Este proceso incluye tres componentes:

1. Continuar el proceso proactivo de promoción de imagen país. Como se ha definido anteriormente, el Perú cuenta con una imagen positiva y una calificación de riesgo adecuada que debe continuarse con medidas como
  - a. Presentación de Información a inversionistas locales y extranjeros
  - b. Liderando misiones de generación de Imagen o Road Show Perú
  - c. Atendiendo y apoyando a empresas Calificadoras de Riesgo
  - d. Generando un mensaje integrado y una visión compartida que forme parte del mensaje compartido que vende al país en el extranjero

2. Iniciar proceso de docencia interna en temas de deuda pública. Proceso que implica explicar la situación, coyuntura y opciones existentes para el manejo de la deuda pública a la ciudadanía mediante
  - a. Docencia en Prensa Especializada
  - b. Promoción de Transparencia en el manejo de cifras y otros componentes de la estructura de la deuda
  - c. Promover dialogo entre agentes especializados y pedir comentarios y sugerencias activamente
  - d. Apoyar eventos que generen conciencia con relación a endeudamiento y financiamiento público
  - e. Revisar y comparar mejores practicas internacionales versus la coyuntura peruana
  
3. Prepararse para un registro país ante las comisiones reguladoras de los mercados internacionales de capitales. Iniciar un registro en blanco o Shelf Filling ante la SEC de los EEUU o su equivalente en otros mercados:
  - a. Iniciar el proceso de preparación de un Global Filling que implica definir los requisitos, escoger al equipo responsable e iniciar el proceso
  - b. Buscar financiamiento para cubrir los gastos relacionados a la inscripción
  - c. Contratar un apoyo legal internacional que asesore el Perú en el proceso
  - d. Asegurar el apoyo de una calificadora de riesgo
  - e. Iniciar el proceso de levantamiento de información o Due Dilligence

## **VII. Bibliografía y Fuentes**

- Cassard, Marcel y Folkerts-Landau, David. Sovereign Assets and Liabilities Management. IMF and Hong Kong Monetary Authority 2000.
- Dirección General de Crédito Público. Modelo de Administración de Deuda Publica. Mayo del 2000
- -----. Administración de Deuda Publica: Un Plan de Acción. Julio del 2000
- -----. Desarrollo del Mercado Domestico de Deuda. Octubre del 2000.
- -----. Documento de Trabajo: Programa de Endeudamiento Publico 2001- 2003.
- -----. Necesidad de Elaborar un Plan de Mediano Plazo para la Administración de Deuda Publica.
- Directrices para la Gestión de la Deuda Publica (2001). Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

[http://www.worldbank.org/fps/guidelines/guidelines\\_text.htm](http://www.worldbank.org/fps/guidelines/guidelines_text.htm)

<http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/esl/pdebte.pdf>

- Estructura de Proyecto para el Repotenciamiento de la Oficina de Crédito Público de Venezuela. Presentación de Power Point.
- Grimes, Arthur. Crown Financial Asset Management: Objectives and Practice. Treasury WP 01/12/2001, New Zealand.
- Michael Pettis Managing Director Bear Stears, The Volatility Machine: Emerging Economies and the Treat of Financial Collapse.
- Misión Del Valle, Clemente, Oliver Fratzscher and Sonsoles Gallego (2001). Priorities for an Action Plan to Develop a Domestic Government Bond Market in Peru. World Bank, May 2001.
- New Zealand's Experience with Autonomous Sovereign Debt Management & National Treasury Management Agency Act, 1990 Ireland
- Stanley Dean Witter, Sovereign Debt Management – Framework Discussion, April 2001 by Morgan

## ANEXO A

### DEUDA PÚBLICA INTERNA SALDO ADEUDADO CON LA OFICINA DE NORMALIZACIÓN PREVISIONAL Y OTRAS INSTITUCIONES POR MONEDA

(Al 31 de mayo del 2001 en millones de US\$)

	S/.	US\$	TOTAL
<b>BONOS</b>	<b>1366,7</b>		<b>1366,7</b>
OFICINA DE NORMALIZACION PREVISIONAL 1/	1054,2		1054,2
OTROS	312,4		312,4
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU 2/	104,41		104,4
CAVALI	55,2		55,2
FONDO NACIONAL DE VIVIENDA 3/	152,8		152,8
<b>PRÉSTAMOS DE MEDIANO PLAZO 4/</b>	<b>89,6</b>	<b>78,8</b>	<b>168,4</b>
BANCO DE LA VIVIENDA DEL PERU	0,7		0,7
BANCO POPULAR		7,3	7,3
CIA HIDROELECTRICA ANDINA		15,4	15,4
INSTITUTO PERUANO DE SEGURIDAD SOCIAL	31,7		31,7
MINISTERIO DE ECONOMIA		48,8	48,8
POPULAR Y PORVENIR CIA. DE SEGUROS		2,0	2,0
SENATI	0,0		0,0
SUPERINTENDENCIA NACIONAL ADUANAS		2,3	2,3
SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE ADMINISTRACION TRIBUTARIA	57,2		57,2
UNIDAD ESPECIAL AID		3,0	3,0
<b>TOTAL</b>	<b>1456,3</b>	<b>78,8</b>	<b>1535,1</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público

1/ Esta cifra considera los valores nominales de la emisión de bonos de reconocimiento en los años 1992 y 1996, por lo que no incluye el ajuste por índice de precios al consumidor.

2/ Bonos de Capitalización BCRP

3/ Bonos Fonavi

4/ Estas deudas eran de algunas dependencias públicas con el Estado, las mismas que están registradas como deuda pública. Sin embargo en un proceso de consolidación, estas deberán desaparecer.

## ANEXO B

### DEUDA PÚBLICA INTERNA SALDO ADEUDADO CON BANCO DE LA NACIÓN POR MONEDA (Al 31 de mayo del 2001 en millones de US\$)

	S/.	US\$	Y	TOTAL
<b>BONOS DEL TESORO PÚBLICO</b>	<b>12,0</b>	<b>455,7</b>		<b>467,8</b>
ADQUISICIÓN DE ACTIVOS		52,1		52,1
CANJE DE DEUDA	12,0	144,5		156,5
PROGRAMA DECONSOLIDACIÓN PATRIMONIAL		259,2		259,2
<b>PRÉSTAMOS</b>	<b>4,7</b>	<b>922,2</b>	<b>41,2</b>	<b>968,0</b>
<b>CORTO PLAZO</b>	<b>4,7</b>			<b>4,7</b>
<b>MEDIANO PLAZO</b>	<b>0,0</b>	<b>922,2</b>	<b>41,2</b>	<b>963,3</b>
FINANCIAR AL MINISTERIO DE AGRICULTURA			1,8	1,8
FINANCIAR ADQUISICIÓN DE DOS AERONAVES		4,2		4,2
FINANCIAR ADQUISICIÓN DE DOS AERONAVES Y UN MOTOR DE AVIÓN		13,2		13,2
REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CON EL BANCO DE LA NACIÓN		431,0		431,0
FINANCIAR AL MINISTERIO DE TRANSPORTE			13,9	13,9
ASUMIR LA PARTE PROPORCIONAL DEUDA ENAFER-BANCO DE LA NACIÓN		27,7		27,7
ACUERDO DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDAS		128,9		128,9
FINANCIAR ADQUISICIÓN DE VEHÍCULOS Y EQUIPO PARA POLICÍA NACIONAL			25,4	25,4
COADYUGAR A LA CONTINUIDAD DE POLÍTICA ECONÓMICA		217,0		217,0
FINANCIAMIENTO PARCIAL DELPROG. EQUIPAMIENTO BÁSICO MUNICIPAL		41,8		41,8
ATENDER RECLAMOS JUDICIALES CON EL EXTERIOR		58,5		58,5
<b>TOTAL</b>	<b>16,7</b>	<b>1377,9</b>		<b>1435,8</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público



## ANEXO C

### DEUDA PÚBLICA INTERNA SALDO ADEUDADO CON COFIDE 1/ (Al 31 de mayo del 2001 en millones de US\$)

FINALIDAD DEL BONO	MONTO
PROG. RESCATE FINANCIEROS AGRARIO Y PROG. DE FORTALECIMIENTO PATRIMONIAL	6,0
RECOMPRA DE CARTERA POR LAS EMPRESAS DE OPERACIONES MÚLTIPLES DEL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL	237,6
PROGRAMA DE CONSOLIDACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO	108,0
BONOS LÍNEA DE CRÉDITO - FCD	129,8
RECOMPRA DE CARTERA POR LAS EMPRESAS DE OPERACIONES MÚLTIPLES DEL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL	59,5
CANCELAR DEUDAS DEL ESTADO	33,8
<b>TOTAL</b>	<b>574,6</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público

## ANEXO D

### DEUDA PÚBLICA EXTERNA SALDO ADEUDADO CON EL CLUB DE PARÍS POR TIPO DE REPROGRAMACIÓN

(Al 31 de mayo del 2001 en millones de US\$)

POR PAÍS	K.REPROG.1996: STOCK REPROG.1991	J.REPROG.1996: VCTOS. CTES.	H.REPROG.1993: INT. DIFERIDO 1991	G.REPROG.1993: VCTOS. CTES.	B.POST CUTOFF NO REPROGRAMADO	A.PRE CUTOFF NO REPROGRAMADO	TOTAL
<b>PRÉSTAMOS COMERCIALES</b>	<b>3206,8</b>	<b>740,9</b>	<b>38,6</b>	<b>892,8</b>	<b>569,9</b>	<b>23,6</b>	<b>5472,5</b>
ALEMANIA	31,6	9,4	0,3	8,0	0,0	0,0	49,3
AUSTRIA	46,8	6,5	0,7	11,0	0,0	0,0	64,9
BELGICA	93,8	13,2	1,5	21,1	0,0	0,0	129,6
CANADA	306,3	56,5	2,8	56,1	0,0	0,0	421,6
ESPANA	331,8	101,9	5,0	124,7	19,3	0,0	582,7
ESTADOS UNIDOS	477,7	123,7	5,2	131,9	10,0	23,6	772,1
FINLANDIA	16,5	2,9	0,1	2,8	0,0	0,0	22,2
FRANCIA	722,9	151,0	8,8	211,9	0,0	0,0	1094,7
ITALIA	553,4	146,0	7,2	183,6	0,0	0,0	890,3
JAPON	219,2	35,2	1,9	40,6	540,6	0,0	837,3
NORUEGA	42,6	19,2	0,6	21,4	0,0	0,0	83,8
PAISES BAJOS	82,6	22,5	1,1	24,8	0,0	0,0	131,0
REINO UNIDO	139,0	28,6	1,9	36,1	0,0	0,0	205,6
SUDAFRICA	23,6	3,4	0,2	4,6	0,0	0,0	31,7
SUECIA	119,0	21,0	1,4	14,1	0,0	0,0	155,6
<b>PRÉSTAMOS CONCESIONAL</b>	<b>367,5</b>	<b>106,7</b>	<b>2,3</b>	<b>132,6</b>	<b>1700,4</b>	<b>166,7</b>	<b>2476,1</b>
ALEMANIA	97,7	31,7	0,4	39,7	175,5	43,2	388,3
BELGICA	2,7	2,1	0,0	2,1	0,0	4,5	11,4
ESPANA	5,0	1,9	0,0	3,6	33,9	0,7	45,0
ESTADOS UNIDOS	13,4	15,7	0,2	19,0	161,4	61,4	271,1
FRANCIA	0,0	0,0	0,0	0,0	21,4	8,3	29,6
ITALIA	0,0	0,0	0,0	0,0	174,2	0,0	174,2
JAPON	248,7	55,3	1,7	68,1	1129,3	20,2	1523,4
PAISES BAJOS	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7	28,4	33,1
<b>TOTAL</b>	<b>3574,3</b>	<b>847,6</b>	<b>41,0</b>	<b>1025,3</b>	<b>2270,2</b>	<b>190,2</b>	<b>7948,6</b>

POR MONEDA	K.REPROG.1996: STOCK REPROG.1991	J.REPROG.1996: VCTOS. CTES.	H.REPROG.1993: INT. DIFERIDO 1991	G.REPROG.1993: VCTOS. CTES.	B.POST CUTOFF NO REPROGRAMADO	A.PRE CUTOFF NO REPROGRAMADO	TOTAL
CAN\$	60,77	11,94	0,82	14,23	0,00	0,00	87,77
CR.SC	46,59	8,17	0,79	4,66	0,00	0,00	60,20
DM	130,31	41,35	0,77	47,95	175,52	43,23	439,12
ECU	0,00	0,00	0,00	0,00	34,44	0,00	34,44
FL.HL	81,98	22,33	1,12	24,59	4,68	28,41	163,11
FR.B	96,14	15,21	1,50	23,13	0,00	4,49	140,47
FR.FR	722,71	151,00	8,84	211,88	21,36	8,25	1.124,05
FR.SZ	0,20	0,01	0,00	0,03	0,00	0,00	0,25
KRN	26,46	8,33	0,49	8,63	0,00	0,00	43,90
L	125,05	26,19	1,79	33,74	0,00	0,00	186,76
LIT	135,25	44,92	2,35	46,87	17,07	0,00	246,46
OS	46,77	6,52	0,65	10,99	0,00	0,00	64,92
PTAS	213,45	78,65	3,68	97,10	2,83	0,65	396,36
US\$	1.420,73	342,50	14,61	392,83	344,50	84,95	2.600,11
Y	467,90	90,45	3,55	108,70	1.669,86	20,25	2.360,72
<b>TOTAL</b>	<b>3.574,31</b>	<b>847,58</b>	<b>40,96</b>	<b>1.025,32</b>	<b>2.270,25</b>	<b>190,23</b>	<b>7.948,64</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público

## ANEXO E

### DEUDA PÚBLICA EXTERNA SALDO ADEUDADO CON ORGANISMOS MULTILATERALES POR INSTITUCIÓN Y MONEDA

(Al 31 de mayo en millones de US\$)

ACREEDORES	CAN\$	DEG	EURO	FR.SZ	L	S/POO	UAV	US\$	Y	TOTAL
BANCO EUROPEO DE INVERSIONES								32,9		32,9
BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO	1,8		6,3	0,3	2,4		1256,4	1240,5	7,1	2514,8
CORPORACION ANDINA DE FOMENTO								495,1		495,1
INTERNATIONAL BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT										
INTERNATIONAL FUND FOR AGRICULTURAL DEVELOPMENT		21,5								21,5
INTERNATIONAL MONETARY FUND		201,3								201,3
THE OPEC FUND FOR INTERNATIONAL DEVELOPMENT								11,1		11,1
<b>TOTAL</b>	<b>1,8</b>	<b>222,8</b>	<b>6,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,4</b>	<b>1241,1</b>	<b>1256,4</b>	<b>3105,4</b>	<b>7,1</b>	<b>5843,5</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público

## ANEXO F

### DEUDA PÚBLICA EXTERNA SALDO ADEUDADO POR PLAN BRADY

(Al 31 de mayo en millones de US\$)

TIPO DE BONO	TRAMO	TOTAL
BONOS FLIERD	1	1624,5
BONOS A LA PAR	2	181,2
BONOS DE DESCUENTO	3	243,0
BONOS PDI	4	1678,5
<b>TOTAL</b>		<b>3727,1</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público

## ANEXO G

**DEUDA PÚBLICA EXTERNA**  
**SALDO ADEUDADO CON PROVEEDORES SIN GARANTÍA POR PROVEEDOR Y MONEDA**  
 (Al 31 de mayo en millones de US\$)

NOMBRE	DM	L	US\$	Y	TOTAL
BITELLI S.A			1,5		1,5
BITELLI S.A			1,0		1,0
CATERPILLAR AMERICAS CO.			1,3		1,3
CORMED S.A.			1,7		1,7
COSTRUZIONI AERONAUTICHE GIOVANNI AGUSTA S			25,1		25,1
ELMER DIVISIONE			0,3		0,3
FIAT VEICOLI INDUSTRIALI SPA.	1,9				1,9
GIE IMPERGILO			1,7		1,7
GIE IMPERGILO			2,4		2,4
HILL SAMUEL		1,3			1,3
INDUSTRIAS AERONAUTICAS ISRAEL LTD.			2,2		2,2
JAPAN PERU OIL CO. LTD (JAPECO)				94,6	94,6
JAPAN PERU OIL CO. LTD (JAPECO)				77,7	77,7
JAPAN PERU OIL CO. LTD (JAPECO)				689,4	689,4
LATIN WORLD SECURITIES	0,3				0,3
LOCOMOT CLAYTON		0,1			0,1
MANUFACTURERS HANNOVER DE REINO UNIDO		0,7			0,7
MIDLAND BANK			0,5		0,5
MIDLAND BANK			2,8		2,8
MOBETEK REPRESENTACIONES SA.-SUCURSAL PANAMA			4,6		4,6
OTO MELARA SPA.			6,9		6,9
<b>TOTAL</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>51,9</b>	<b>861,6</b>	<b>917,7</b>

Fuente: Dirección General de Crédito Público

**ANEXO H**  
**LISTA PRELIMINAR DE OBLIGACIONES<sup>1/</sup> DEL SECTOR PÚBLICO**  
**CONSOLIDADO<sup>2/</sup>**

Descripción	Millones de US\$
Pago de 5 pensionistas de la Ley 20530 en la SBS	2,0
Reserva pensionaria de los pensionistas del DL. 19990 <sup>3/</sup>	5304,2
Reserva pensionaria de los pensionistas del DL. 20530 <sup>4/</sup>	16443,0
Saldo por recuperar de los recursos comprometidos por el Estado en Programas de Reestructuración FOPE y RFA	6,8
Obligaciones sociales y previsionales del Poder Judicial	433,2
Obligaciones sociales y previsionales del Ministerio Público	183,0
Obligaciones sociales y previsionales del Ministerio Economía y Finanzas	109,2
Obligaciones sociales y previsionales de otras entidades del Gobierno Central	40,3
Obligaciones sociales y previsionales del Gobierno Central	1,5
Obligaciones sociales y previsionales del Ministerio de Defensa	83,8
Deudas pendientes de pago del Ministerio de Defensa	56,3
Deudas pendientes de atención en bienes y servicios y otros gastos corrientes del Gobierno Central	161,6
Deudas pendientes de atención en inversiones, otros gastos corrientes y decapital del Gobierno Central	83,5
Constancias emitidas aun no terminadas de verificar de Bonos de Reconocimiento	620,0
<b>Total</b>	<b>23528,3</b>

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, Dirección Nacional de Presupuesto Público, la Oficina de Normalización Previsional y Ministerio de Defensa.

1/ Son aquellas deudas que se sabe que existen, pero no están debidamente cuantificadas, ni formalizadas a través de una norma. También se considera aquellas deudas pendientes de pago que no han sido incluídas en el Presupuesto Anual.

2/ El sector público consolidado incluye a los ministerios, instituciones públicas, empresas públicas, gobiernos locales, gobiernos regionales y organismos autónomos.

3/ US\$ a diciembre del 2000.

4/ El valor de la reserva pensionaria es calculada sobre la base de datos del Registro 20530 del año 96, este valor es la deuda total del Sector Público Consolidado dentro de la cual se encuentra la deuda del Gobierno Central.

**Cuentas por cobrar del Gobierno Central<sup>1/</sup>**

Descripción	Millones de US\$
Saldo por recuperar de los recursos comprometidos por el Estado en el 1er Programa de Canje de Bonos por Cartera	23
Saldo por recuperar de los recursos comprometidos por el Estado en bancos en liquidación <sup>2/</sup>	112
Saldo por recuperar de los recursos comprometidos por el Estado en el caso del Banco Latino	353
<b>Total</b>	<b>488</b>

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros

1/ El Gobierno Central incluye a los Ministerios, instituciones públicas adscritas a los pliegos presupuestales, Universidades, Gobiernos Regionales, Fonavi y Mivivienda.

2/ No incluye los bancos NBK ni Nuevo Mundo

**ANEXO I**  
**LISTA PRELIMINAR DE CONTINGENCIAS<sup>1/</sup> DEL SECTOR PÚBLICO**  
**CONSOLIDADO<sup>2/</sup>**

Descripción	Millones de US\$
Por cobertura del déficit actuarial de la Caia de Pensiones Militar v Policia <sup>3/</sup>	2407,0
Bonos de Reforma Agraria	Por determinar
El pasivo actuarial del Fondo de Pensiones de la Caja de Beneficios y Seguridad Social del Pescador a diciembre de 1998 <sup>4/</sup>	435,7
Aval de cartera otorgado por el Estado en el marco del Programa de Consolidación Patrimonial en 1999, al fideicomiso de titulización creado por cartera del Banco Wiese. a favor del Grupo Sudameris <sup>5/</sup>	166,0
Contingente de recursos necesarios para facilitar la fusión de bancos en regimen especial	122,0
Procesos en Trámite contra el Ministerio de Economía v Finanzas <sup>6/</sup>	48,6
Procesos en Trámite contra el Ministerio de Pesquería <sup>6/</sup>	33,9
Procesos en Trámite contra la Ministerio de Energía y Minas	32,6
Procesos en Trámite contra la SUNAD <sup>6/</sup>	205,1
Procesos en Trámite contra la SBS <sup>6/</sup>	99,1
Procesos en Trámite contra otras dependencias del Estado <sup>6/</sup>	102,3
Procesos en Trámite (monto a favor del Estado) <sup>7/</sup>	-44,4
Reserva actuarial de los trabajadores activos del DL 20530 <sup>8/</sup>	5077,0
Reserva actuarial de los trabajadores activos del DL 19990 <sup>9/</sup>	7686,6
En EsSalud los bonos de productividad v rangos de sueldos son pensionables <sup>10/</sup>	1000,0
Empresas públicas que pagaron bonos por productividad <sup>11/</sup>	2000,0
Deudas pendientes de negociación con acreedores del exterior	23,0
Avales del Gobierno Central transferidos a entidades públicas <sup>12/</sup>	1773,0
<b>Total</b>	<b>21167,4</b>

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, Oficina de Normalización Previsional, Ministerio de Justicia y Ministerio de Energía y Minas.

1/ El sector público consolidado incluye a los ministerios, instituciones públicas, empresas públicas, gobiernos locales, gobiernos regionales y organismos autónomos.

2/ Se considera como contingencia aquella deuda que potencialmente podría convertirse en una obligación real de largo plazo.

3/ Calculado a una tasa de interés de 6% para ser amortizado en 30 años, esto representaría un pago de S/. 586 millones anuales.

4/ En el Informe N° 070-99-ISC remitido al Congreso de la República en octubre de 1999, se plantea se promulgue un dispositivo legal que posibilite la transferencia del Fondo de Jubilación a los regímenes previsionales existentes vía un programa de Bonos de Reconocimiento, los cuales tendrían que ser atendidos por el Estado.

5/ Este aval fue otorgado por US\$ 189 millones y se reajusta a la tasa anual de Libor + 3%. En garantía de este aval, el estado recibe acciones valoradas en US\$ 23 millones, cuyo valor se ajusta a la misma tasa de interés y cartera crediticia por el restante, cuyo valor final dependerá de la realización de la misma. La fecha de ejecución es en el 2006

6/ Elaborado en base a la información proporcionada por 12 Procuradorías Públicas

7/ Elaborado en base a la información proporcionada por 13 Procuradorías Públicas

8/ El valor de la reserva actuarial es calculada sobre la base de datos del Registro 20530 del año 96, este valor es la deuda total del Sector Publico Consolidado dentro de la cual se encuentra la deuda del Gobierno Central.

9/ US\$ a diciembre del 2000

10/ Este fallo favorece a más de 14,245 pensionistas, pero además sienta un precedente que puede generar un impacto fiscal negativo para las empresas del Estado.

11/ Potencial efecto de la aplicación del fallo del Tribunal Constitucional al que se refiere la nota 8.

12/ Al 31 de marzo del 2001 solo se habían desembolsado US\$779 millones, quedando pendientes de desembolso US\$ 993 millones

## **ANEXO J**

Proyecto de Ley sobre el registro y provisión de contingencias  
**del Estado**

### **L E Y**

#### **EL PRESIDENTE DE LA REPUBLICA**

#### **POR CUANTO**

**El congreso ha dado la Ley siguiente:**

#### **EL CONGRESO DE LA REPUBLICA**

**Ha dado la Ley siguiente:**

### **LEY SOBRE EL REGISTRO Y PROVISION DE CONTINGENCIAS DEL ESTADO**

#### **Artículo 1º.- Del Registro de Contingencias**

Los Titulares de los pliegos presupuestales correspondientes o el órgano que haga sus veces, bajo responsabilidad, deberán informar semestralmente al Vice Ministerio de Hacienda del Ministerio de Economía y Finanzas o del que haga sus veces, la relación de contingencias existentes en su sector que pudieren dar lugar al desembolso de fondos por parte del Tesoro Público.

#### **Artículo 2º.- De las Contingencias y de la Provisión de Fondos**

Los Titulares de los pliegos presupuestales deberán comprender dentro del presupuesto anual respectivo, de manera genérica y agregada, las contingencias probables que pudieran materializarse en el ejercicio presupuestal correspondiente, así como los fondos que resulten necesarios para la atención de tales obligaciones.

#### **Artículo 3º.- Reglamentación**

Mediante Decreto Supremo se establecerá la forma y alcances del informe a que se refiere el artículo 1º de la presente Ley, así como los criterios para la clasificación y determinación de las contingencias existentes.



## ANEXO K

### Análisis Costo Beneficios de la Estructura Propuesta

Las alternativas para el caso peruano son tres:

- (1) Mantener el esquema actual
  - Marco Legal e Institucional actual
  - Mejoras graduales dentro de presupuesto
- (2) Oficina de Deuda dentro del MEF con mayor Flexibilidad
  - Potenciar la DGCP; crear front y middle office, invertir en infraestructura, centralizar funciones
  - Crear Marco Legal Adecuado
- (3) Crear Instituto de Gestión de Deuda:
  - Creación de una Oficina de Deuda Autónoma

	<b>Costos:</b>	<b>Beneficios:</b>
Mantener el esquema actual	Riesgos de Mercado, Pot. pérdidas que pueden llegar a \$130 a 150 M anuales Riesgo de Renovación; mayor probabilidad de incumplir obligaciones Riesgo Operativo y Legales; mas casos Elliot No desarrollo del Mercado Local: coloc. hasta \$500 anuales costos genera ineficiencias en mercado capitales Falta de Administración de Pasivos Contingentes Falta de Institucionalidad y aprendizaje, etc	Permite priorizar y enfocar en otras cosas  No asume riesgo inherentes a la innovación No altera status quo
Of. De Deuda Dentro del MEF con Flexibilidad	Costo de detallar modelo, redactar ley y generar consenso Implementación el nuevo esquema administrativo operativo Renovación de sistemas procesos y otros Capacitación y entrenamiento Inestabilidad en DGCP por cambios Costo adicional por coordinación	Disminución de Pérdidas Riesgos de; Mercado Liquidez Imagen Operativo/Legales Mejorar imagen riesgo país Puntos BM y FMI Memoria Institucional centralizada Capac. de Negociación con Proveedores Estrategia e Implementación de fondeo Centralizada: plan y ejecución a nivel front, middle y back centralizado
Crear el Instituto de Gestión de Deuda	Control; Auditoría y revisiones, etc  Coordinación Comunicación  Implementación	Continuidad en Implementación estratégica Mayor capacidad de negociación por mayor eficiencia operativa Mayor capacidad de atraer y retener talento Medición de gestión y reducción de costos- gestión por resultados Implementación inmediata del modelo Mayor flexibilidad Operativa administrativa Autonomía en uso de sistemas y procesos

Elaboración: Gabinete de Asesores/MEF

## **ANEXO L**

### **Proyecto de Ley de Creación del Instituto de Gestión de la Deuda Pública**

## **L E Y**

### **EL PRESIDENTE DE LA REPUBLICA**

#### **POR CUANTO**

**El Congreso ha dado la Ley siguiente:**

### **EL CONGRESO DE LA REPUBLICA**

**Ha dado la Ley siguiente:**

#### **LEY QUE CREA EL INSTITUTO DE GESTION DE DEUDA PUBLICA (IGDP)**

##### **Artículo 1º.- Objetivos de la gestión de la deuda publica**

La gestión de la deuda publica deberá orientarse por principios de equilibrio presupuestal y eficiencia, asegurando la disponibilidad del financiamiento requerido para cada ejercicio presupuestal y sujetándose a los siguientes objetivos:

- a) Minimización de los costos desde una perspectiva de corto y largo plazo;
- b) Prevención de una excesiva concentración de amortizaciones;
- c) Limitada exposición a riesgos excesivos;
- d) Promoción de un equilibrado y eficiente funcionamiento de los mercados financieros;
- e) Garantía de fuentes continuas de financiamiento;
- f) Cautela de la percepción de riesgo país;
- g) Liderazgo en el diseño, desarrollo y mantenimiento de un perfil ideal de deuda pública y de una estrategia de financiamiento a mediano plazo;
- h) Promoción de una cultura de transparencia en el manejo de la deuda publica.

##### **Artículo 2º.- Creación del Instituto de Gestión de Deuda Pública**

Crease el Instituto de Gestión de Deuda Pública como organismo descentralizado del sector Economía, encargado de la gerencia y la administración integral, en representación y por encargo del Ministro de Economía y Finanzas, de la deuda pública persiguiendo los objetivos a que se refiere el artículo anterior.

El Instituto desarrollará sus funciones bajo la directa supervisión y control del Ministro de Economía y Finanzas, quien podrá dar instrucciones u orientaciones al Instituto debiendo éste desarrollar sus funciones y actividades en concordancia con las mismas.

### **Artículo 3º.- De las funciones y facultades del Instituto**

La función principal del Instituto es desarrollar, en representación del Ministro de Economía y Finanzas, las funciones que le sean delegadas por éste en materia de gestión y administración de la deuda pública así como las relacionadas con la contratación de nuevo endeudamiento.

El Instituto gozará de todas las facultades que resulten necesarias para el cumplimiento de sus funciones, incluyendo la de contratar consultores e instituciones financieras.

### **Artículo 4º.- Funciones delegadas al Instituto por el Ministro**

Sin perjuicio de las funciones que le sean delegadas de manera específica por el Ministro de Economía y Finanzas, el Instituto tiene las siguientes responsabilidades:

- a) preparar y remitir anualmente al Ministro un proyecto para la administración de la deuda pública el mismo que deberá estar en concordancia con la política macroeconómica y el equilibrio presupuestal aprobados por el gobierno, que contendrá entre otros aspectos, la estrategia integral de financiamiento y administración de los riesgos del mercado, liquidez y crediticio que afectan a la deuda pública, incluyendo una propuesta sobre los límites máximos para cada uno de tales riesgos;
- b) determinar los términos y condiciones de la deuda contratada por el Instituto en representación del Ministro;
- c) preparar y remitir al Ministro a su requerimiento estimaciones sobre: el monto del servicio de la deuda pública, los gastos del Instituto en relación a la contratación de préstamos y, en general, sobre los gastos administrativos del Instituto;
- d) mantener un registro completo de las deudas, obligaciones y contingencias a cargo del Gobierno Central;
- e) asesorar al Ministro cuando éste lo requiera en relación con la contratación de préstamos para instituciones públicas, cuyos contratos requieran ser aprobados por el Ministro;
- f) asesorar al Ministro en relación con la contratación de préstamos y las implicancias y efectos de tales préstamos en el equilibrio presupuestal, así como en la economía nacional;
- g) establecer y mantener relaciones de negocios con entidades, instituciones o personas dedicadas a la inversión de valores e intereses del Estado o al préstamo de dinero;
- h) administrar y gerenciar las relaciones del Estado Peruano con las entidades o instituciones dedicadas a la calificación de riesgos;
- i) elaborar y distribuir en representación del Ministro información en relación con la deuda pública, la contratación y pago de la deuda pública o de sus

intereses entre bancos, instituciones financieras, sus asesores y entre los ciudadanos.

#### **Artículo 5º.- Condiciones de la delegación de funciones**

La delegación de funciones a que se refiere el artículo anterior se encuentra sujeta a las siguientes condiciones:

- a) en cualquier momento, el Ministro podrá revocar la delegación en todo o en parte;
- b) las funciones delegadas deberán ser desarrolladas por el Instituto en estricta sujeción a las condiciones o restricciones establecidas por el Ministro;
- c) las obligaciones asumidas por el Instituto con ocasión al desarrollo de las funciones objeto de la delegación, tendrán la misma naturaleza, fuerza y efecto como si estas hubieren sido asumidas directamente por el Ministro;
- d) las funciones delegadas al Instituto continuaran bajo el control y responsabilidad del Ministro quien en todo momento podrá ejercerlas directamente;
- e) la delegación de las funciones no implica la derogación o modificación de las responsabilidades del Ministro con ocasión a la administración y gestión de la deuda pública.

#### **Artículo 6º.- De la estructura del Instituto**

El Instituto estará integrado por:

- a. Presidente Ejecutivo del Instituto;
- b. Comité Consultivo;
- c. Gerencia de Estrategia y Negociación;
- d. Gerencia de Análisis y Administración de Riesgo ; y,
- e. Gerencia de Operaciones.

#### **Artículo 7º.- Del Presidente del Instituto**

El Presidente Ejecutivo del Instituto será designado, a propuesta del Comité Consultivo, mediante Resolución Suprema refrendada por el Ministro de Economía y Finanzas por un plazo determinado.

El cargo de Presidente del Instituto vaca por:

- a) fallecimiento;
- b) incapacidad permanente;
- c) renuncia aceptada;
- d) impedimento legal sobreviniente a la designación;
- e) remoción por falta grave, comprobada y fundamentada, previa investigación en la que se le otorga un plazo no menor de 10 días para presentar sus descargos.

En caso de vacancia, se designará un reemplazante para completar el período correspondiente.

### **Artículo 8º.- De las funciones del Presidente Ejecutivo**

El Presidente tendrá a su cargo la conducción general del Instituto, siendo directamente responsable ante el Ministro por el cumplimiento de las funciones del mismo. Asimismo, es el encargado de la marcha administrativa de la Institución y de la implementación de las políticas establecidas por el mismo.

En particular tiene como funciones:

- a) Ejercer la representación legal, administrativa y judicial del Instituto;
- b) Planear, organizar, gestionar, ejecutar y supervisar las actividades técnicas así como las administrativas, operativas, económicas y financieras del Instituto;
- c) Cumplir y hacer cumplir las directivas del Ministro de Economía y Finanzas;
- d) Ejecutar los actos necesarios para la marcha ordinaria del Instituto;
- e) Aprobar la adquisición de bienes y contratación de servicios con cargo al Presupuesto Institucional, según los límites que apruebe el Ministro;
- f) Contratar, promover, suspender o remover funcionarios o asesores, así como establecer la modificación de la organización interna del Instituto;
- g) Proveer al Comité Consultivo de la información que éste requiera;
- h) Otorgar poderes que resulten necesarios;
- i) Otras que le encomiende el Ministro o que sean propias de su función.

### **Artículo 9º De los miembros del Comité Consultivo**

Los miembros del Comité Consultivo serán designados por el Ministro, el mismo que podrá removerlos en cualquier circunstancia. El número de los miembros del Comité no será menor de cinco (5) ni mayor de siete (7).

### **Artículo 10º.- De las funciones y responsabilidades Comité Consultivo**

Son funciones del Comité de Asesores opinar y aconsejar al Presidente del Instituto y al Ministro en cualquier tema vinculado con la gestión de la deuda pública que sea puesto a su consideración por éste.

En especial deberá formular su opinión con relación a la estrategia integral de financiamiento y administración de riesgos que afectan a la deuda pública a que se refiere el inciso a) del artículo 4 de la presente Ley, y en la selección y designación de los candidatos a la Presidencia del Instituto y de los principales cargos al interior del mismo.

### **Artículo 11º.- Sesiones del Comité de Asesores**

El Comité de Asesores sesionará cuando menos una vez al mes.

## **Artículo 12º.- De las funciones de la Gerencia de Estrategia y Negociaciones**

La Gerencia de Estrategia y Negociaciones es la unidad en cargada de definir e implementar la estrategia integral de financiamiento y administración de pasivos. Sus funciones incluyen:

- a) Asesorar al Ministro en temas referidos a sostenibilidad de la deuda, estructuras e instrumentos de mercados y garantizar el seguimiento de las metas trazadas;
- b) Coordinar con otros agentes la aplicación de las políticas definidas con relación a política fiscal y monetaria para evitar posibles conflictos;
- c) Desarrollar las negociaciones vinculadas a operaciones de financiamiento;
- d) Administrar las emisiones de deuda en el mercado local y en los mercados internacionales;
- e) Manejar la relación con inversionistas locales y extranjeros vía la Unidad de Atención al Inversionista, facilitando el acceso a información para satisfacer las necesidades del inversor y generar confianza en el mercado;
- f) Mantener una relación fluida con las agencias calificadoras y proveerlas la información requerida para su trabajo.

## **Artículo 13º.- De las funciones de la Gerencia de Análisis y Administración de Riesgos**

La Gerencia de Riesgo es la unidad encargada de definir y monitorear la estrategia integral para el financiamiento y administración de riesgos asociados a la Deuda Pública. Sus funciones incluyen:

- a) Crear y manejar el modelo que permite monitorear el portafolio de deuda, evaluando alternativas, parámetros y en general optimizando en manejo del stock de Deuda;
- b) Definir límites, incluyendo metas de maduración mínima, máxima y promedio y estableciendo límites por nivel de riesgo;
- c) Proyectar necesidades de caja de corto mediano y largo plazo para determinar las necesidades de fondeo y permitir cumplir obligaciones;
- d) Definir las características del financiamiento en especial los montos, tasas de interés, plazos, monedas, instrumentos, mercados y otras aspectos del financiamiento.

## **Artículo 14º.- De las funciones de la Gerencia de Operaciones**

Tiene la función de administrar las operaciones posteriores al cierre de un contrato de deuda, emisión de bono y/o contratos de coberturas. También es responsable del programa de desembolsos y pago del servicio de deuda. Sus funciones incluyen:

- a) Administrar la documentación de las diferentes operaciones de endeudamiento;
- b) Administrar los contratos de préstamos y los riesgos asociados a los mismos;
- c) Administrar los programas de pagos y de desembolsos y los riesgos asociados a los mismo;
- d) Preparar y proveer a los interesados información estadística sobre la deuda pública ;
- e) Mantener el Registro General de obligaciones y contingencias del Gobierno Central;
- f) Publicar información relacionada a temas presupuestales incluyendo temas relacionados a la posición de deuda.

### **Artículo 15°.- Transparencia en el ejercicio de las funciones**

El Instituto velará por la adecuada transparencia en el desarrollo de sus funciones. Para este efecto, deberán establecer mecanismos que permitan (i) el acceso de los ciudadanos a la información administrada o producida por ellos, y (ii) la participación de los ciudadanos en la evaluación de su desempeño.

En tal sentido, el Instituto cuando menos procederá a:

- a) Poner a disposición del público, mediante publicaciones periódicas, información detallada sobre la gestión y administración de la deuda, la misma que incluirá cuando menos la estrategia integral de financiamiento y administración de riesgos;
- b) Poner a disposición del público que lo requiera, copia de la correspondencia con los bancos, instituciones financieras, calificadoras de riesgos, o sus asesores, con excepción de las partes que sean declaradas reservadas por constituir un secreto comercial o de las que pudieran afectar el desarrollo de transacciones, en tanto estas se encuentren en proceso de negociación;
- c) Publicar anualmente el presupuesto de ingresos y gastos detallado, junto con los objetivos operativos y estratégicos definidos para el ejercicio presupuestal correspondiente el mismo que deberá contener una identificación de los indicadores de gestión y metas respectivas para la evaluación de los mismos;
- d) Publicar anualmente un informe sobre la ejecución del presupuesto, sus balances auditados así como un informe sobre el logro de los objetivos operativos y estratégicos definidos para el ejercicio presupuestal correspondiente.

Anualmente el Instituto deberá formular un informe al Ministro sobre sus actividades, debiendo este remitir copias del mismo a la Comisión de Presupuesto, Economía y Fiscalización del Congreso de la República, informe que deberá colocarse adicionalmente en la pagina web del referido Ministerio.

## **Artículo 16º.- Número y régimen laboral del personal del Instituto**

En ningún caso el número de personal del Instituto será mayor a veinte (20) personas, los mismos que se encontrarán sujetos al régimen laboral de la actividad privada.

## **Artículo 17º.- Política de Remunerativa**

La política remunerativa del Instituto será aprobada por Decreto Supremo refrendado por el Ministro de Economía y Finanzas, teniendo como límite el Tope Máximo de Ingreso Anual (TMI) aprobado para el Presidente Ejecutivo del Instituto.

El Presidente del Instituto desempeñará sus funciones a tiempo completo y percibirá una retribución equivalente al Tope Máximo de Ingreso Anual. Los miembros del Comité Consultivo percibirán una dieta por sesión a la que asistan, equivalente al cinco por ciento (5%) del TMI, con el límite de catorce (14) sesiones remuneradas por mes.

El TMI se fijará sobre la base de una encuesta de remuneraciones y beneficios desarrollada anualmente en el país por una entidad privada de prestigio, entre las entidades financieras y de inversión que realizan operaciones comerciales en el país. Tal remuneración se reajustará anualmente a través del mismo procedimiento.

## **Artículo 18º.- Fuentes de financiamiento**

Constituyen fondos del Instituto:

- 1) las transferencias del sector publico;
- 2) donaciones; y
- 3) el 5% del ahorro alcanzado por eficiencia en la gestión realizada, de acuerdo a lo se establezca mediante Decreto Supremo.

Artículo 19º. Incompatibilidades para ser miembro del Instituto

No podrán ser designado Presidente del Instituto o miembro del Comité Consultivo:

- a) El Presidente y los Vicepresidentes de la República, los Ministros de Estado, los representantes al Congreso, los Vocales de la Corte Suprema de Justicia de la República, los titulares y los miembros del órgano colegiado de los organismos constitucionalmente autónomos, el Subcontralor General de la República, el Presidente del Seguro Social de Salud, los Viceministros y los Directores Generales de los Ministerios o funcionarios de rango equivalente, mientras ejerzan el cargo y hasta seis meses después de cesar en el mismo por cualquier causa;
- b) Los titulares de más del 1% de acciones y participaciones de empresas vinculadas o dedicadas a actividades financieras,



- bancarias, o calificadoras de riesgo; los Directores, Representantes Legales o Apoderados, empleados, asesores o consultores de tales empresas o entidades. Dichas incompatibilidades se extienden también a las personas que prestan servicios a dichas entidades a través de personas jurídicas y se mantendrán vigentes hasta seis meses después a la conclusión de la relación con la entidad;
- c) Los inhabilitados por disposición judicial;
  - d) Los Directores, Gerentes y Representantes de personas jurídicas o naturales declaradas judicialmente en quiebra;
  - e) Los empleados y funcionarios públicos que prestan servicios en las entidades, instituciones u organismos públicos dedicados a la supervisión o control del sistema financiero, y bancario;
  - f) Los que hubieran sido destituidos de algún cargo público o condenados por al comisión de algún delito doloso; y
  - g) Las demás personas que tengan incompatibilidades legales para asumir cargos directivos en entidades del Estado.

#### **Artículo 20º.- Prohibiciones.**

El Presidente del Instituto, los miembros del Consejo Consultivo , así como los demás funcionarios, asesores y servidores del Instituto, cualquiera que fuese su régimen laboral, están prohibidos de:

- a) Asesorar pública o privadamente asuntos, operaciones o negociaciones en las que estuviere involucrado directa o indirectamente el Instituto. Esta prohibición subsiste hasta un año después de su alejamiento del cargo para aquellas asuntos, operaciones o negociaciones en las que hubiese participado directamente como funcionarios del Instituto.
- b) Aceptar de los clientes del Instituto o de sus abogados o asesores, donaciones, obsequios, atenciones, agasajos o sucesión testamentaria en su favor o en favor de su cónyuge o concubino, ascendiente, descendiente o hermano, por el ejercicio de sus funciones.
- c) Admitir o formular recomendaciones respecto de los asuntos, operaciones o negociaciones seguidos por el Instituto, salvo aquellas que les corresponde efectuar en ejercicio de las competencias de su cargo.
- d) Ejercer por cuenta propia o por intermedio de terceros, funciones vinculadas a los asuntos, operaciones u negociaciones incluidas dentro del ámbito de las funciones del Instituto, o que éste pudiera haber contratado con terceros. Esta prohibición subsiste hasta un año después de su renuncia, cese, resolución contractual, destitución o despido.

Además de las prohibiciones especificadas en este artículo, son de aplicación, en lo pertinente, las normas del Decreto Supremo N° 023-99-PCM, que precisa prohibiciones e incompatibilidades de funcionarios y servidores del Estado.

Durante el año posterior a su renuncia al cargo o encargo, cese, resolución contractual, destitución o despido, la persona comprendida dentro de las prohibiciones contenidas en el presente artículo tendrá derecho a percibir mensualmente un monto equivalente a su última remuneración, siempre y cuando se dedique a tiempo completo y a dedicación exclusiva a prestar servicios docentes en cualquier Universidad Pública de la República.

#### **Artículo 21º .- Reserva de Información confidencial**

El Presidente del Instituto, los miembros del Consejo Consultivo, así como los demás funcionarios, asesores y servidores del Instituto, cualquiera que fuese su régimen laboral, están obligados a guardar secreto o reserva respecto de los asuntos o información que por ley expresa tengan dicho carácter.

Tampoco podrán divulgar ni utilizar información que, sin tener reserva legal expresa, pudiera resultar privilegiada por su contenido relevante, empleándola en su beneficio o de terceros y en perjuicio o desmedro del Estado o de terceros.

La transgresión de lo dispuesto en el presente Artículo implicará faltas administrativas sancionables con inhabilitación para prestar servicios al Estado, sin perjuicio de las acciones penales y civiles a que hubiera lugar.