



PERÚ

Ministerio de
Economía y Finanzas

Viceministerio de
Hacienda

Dirección General de
Endeudamiento y Tesoro Público

"DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ"
"AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD"

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

PROGRAMA ANUAL DE ENDEUDAMIENTO Y ADMINISTRACIÓN DE LA DEUDA

2012



PERÚ

Ministerio de
Economía y Finanzas

Viceministerio de
Hacienda

Dirección General de
Endeudamiento y Tesoro Público

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

MINISTRO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

Luis Miguel Castilla Rubio

VICE MINISTRO DE HACIENDA

Carlos Augusto Oliva Neyra

DIRECTOR GENERAL DE ENDEUDAMIENTO Y TESORO PÚBLICO

Carlos Adrián Linares Peñaloza

EQUIPO TÉCNICO

Dirección de Análisis y Estrategia

Renzo Antonio Jiménez Sotelo

Eduardo Olavegoya Hurtado

Josué Sifuentes Rodríguez

Ernesto Ángeles Guardamino

INFORMACIONES

Oficina de Relaciones con Inversionistas

Correo electrónico: investor@mef.gob.pe.

Tel. (511) 3115933; Fax (511) 6269921

Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público

Jr. Junín 319, piso 8° Lima 1 – Perú

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

Marzo, 2012



PROGRAMA ANUAL DE ENDEUDAMIENTO Y ADMINISTRACIÓN DE LA DEUDA 2012

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	1
1. SITUACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA BRUTA Y NETA	2
1.1 Deuda pública bruta.....	2
1.2 Deuda pública neta	4
1.3 Estructura de la deuda pública bruta para los años 2012 - 2014	4
2. ESTRATEGIA DE GESTIÓN DE LA DEUDA	5
2.1 Operaciones de endeudamiento	6
2.2 Operaciones de administración de deuda.....	8
2.3 Promoción del desarrollo del mercado de valores de deuda pública	9
3. METAS CUANTITATIVAS PARA LA ESTRUCTURA DE DEUDA.....	12
3.1 Contexto actual y perspectivas	12
3.2 Escenarios para cuantificar el rango de metas cuantitativas	14
4. ESTIMACIÓN DE LOS RIESGOS DE LA DEUDA BRUTA AL CIERRE DEL AÑO 2012.....	15
4.1 Estructura de vencimientos.....	15
4.2 Riesgo de mercado	15
4.3 Análisis de costos	16
5. RATIOS DE DEUDA, INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD Y PERFIL DE AMORTIZACIONES.....	17
6. EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE DEUDA DEL AÑO 2011	19
ANEXO 1	21
ANEXO 2.....	22



INTRODUCCIÓN

El Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda es divulgado y publicado anualmente en el portal del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) con el objetivo de difundir los principales lineamientos de la gestión de la deuda pública así como las acciones que se implementarán para alcanzar las metas cuantitativas definidas para el final del período. Esta información contribuye a brindar transparencia y predictibilidad al mercado sobre la orientación de la política de endeudamiento a aplicarse ayudando a los agentes económicos en sus decisiones de inversión y de manejo de tesorería. Asimismo, brinda los elementos para un mayor entendimiento sobre las razones que sustentan las acciones que se vienen adoptando.

La reciente fusión de la ex Dirección Nacional del Endeudamiento y la ex Dirección Nacional del Tesoro Público en la nueva Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público permitirá cerrar el círculo para una mejor administración de los riesgos que afectan al endeudamiento público neto mediante la optimización del calce natural en el balance de los activos y pasivos financieros del Gobierno Nacional, buscando suavizar el impacto que podría generarse en el presupuesto, ante choques externos que pudieran incidir negativamente en el costo del servicio de la deuda neta.

Por tanto, la gestión global de los activos y pasivos a partir del presente año, será una herramienta vital para la toma de decisiones y brindará una mejor visión para determinar el monto y la oportunidad para acceder al financiamiento externo e interno en los mercados financieros. De esta manera, las decisiones que se adopten serán las más coherentes y óptimas considerando los niveles de costo y riesgo que el gobierno esté dispuesto a asumir.

Este contexto, que fortalecerá la gestión de la deuda pública sin perder de vista los lineamientos de la política macroeconómica en general, se constituirá en el eje central para reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas frente a choques externos adversos en los mercados financieros, para ayudar a fortalecer patrimonialmente al Estado y, especialmente, para consolidar el desarrollo del mercado de valores doméstico. De esta manera, la gestión de la deuda también seguirá contribuyendo a que el país mantenga su posición expectante para seguir mejorando en las escalas de calificación de riesgo obtenidas.

El Programa Anual cuenta con seis secciones. En la primera sección se da una rápida visión de la situación de la deuda pública bruta y neta. En la segunda parte, se enuncia el objetivo, las políticas y los lineamientos fundamentales de la estrategia a seguir en la gestión de la deuda. En la tercera sección, se ofrece un somero análisis del contexto de los mercados financieros externo e interno y se define el rango referencial de las metas cuantitativas que se espera alcanzar a diciembre del año 2012. En la cuarta sección, se estiman los riesgos de la deuda bruta al cierre del año 2012. En la quinta parte se presentan algunos indicadores adicionales para analizar el comportamiento de la deuda pública en el largo plazo. Finalmente, en la sexta parte se presenta una evaluación del cumplimiento de la estrategia que se propuso para el ejercicio 2011.



1. SITUACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA BRUTA Y NETA

1.1 Deuda pública bruta

Al 31 de diciembre de 2011, la deuda pública bruta del Gobierno Nacional alcanzó un monto equivalente a US\$ 34 844 millones (S/. 93 974 millones). Por residencia, la deuda externa representa el 57,5% del total, mientras que por su origen, el 58,8% corresponde a valores emitidos en el mercado de capitales nacional e internacional.

El mayor acceso a los mercados de capitales en condiciones favorables no sólo ha permitido mejorar y mantener la posición de los indicadores de la deuda pública en niveles expectantes (ver Cuadro N° 1 y Anexo N°1), sino también consolidar el interés de los agentes económicos en tomar nuevas posiciones en títulos del gobierno, especialmente en moneda local, a largo plazo y a tasa fija.

Cuadro N° 1
Deuda pública bruta del Gobierno Nacional: Posición e indicadores

	Saldo adeudado (millones US\$)	Saldo adeudado (millones S/.)	Partic. (%)	Vida media (años) ^{1./}	Duración (años) ^{2./}	Reprec. medio (años) ^{3./}	Tasa impli. (%) ^{4./}
POR ORIGEN							
Mercado (Negociables)	20 472	55 214	58,8	16,1	8,3	16,0	7,5
Bonos globales	9 429	25 430	27,1	17,0	8,4	17,0	7,4
Bonos soberanos	10 841	29 239	31,1	15,5	8,3	15,5	7,7
Otros bonos	202	545	0,6	6,9	4,9	3,0	6,2
No mercado (No negociables)	14 372	38 761	41,2	7,2	5,2	4,0	2,8
Multilaterales	7 904	21 316	22,7	6,9	5,1	2,1	2,7
Club de París	2 630	7 092	7,5	7,1	5,1	7,1	2,5
Otros	3 839	10 353	11,0	8,8	5,7	8,7	7,1
TOTAL	34 844	93 974	100,0	12,8	7,3	11,6	5,9
POR RESIDENCIA							
Deuda externa	20 052	54 080	57,5	11,7	7,0	9,8	4,9
Deuda interna	14 792	39 894	42,5	14,6	8,0	14,6	7,6
TOTAL	34 844	93 974	100,0	12,8	7,3	11,6	5,9

1./ **Vida media:** Plazo promedio ponderado (en años) de reembolso del principal nominal de la deuda.

2./ **Duración:** Plazo promedio de reembolso del principal e intereses en valor presente.

3./ **Reprecio medio:** Plazo promedio ponderado para fijar una nueva tasa de interés de la deuda.

4./ **Tasa implícita:** Tasa de interés promedio implícita en nuevos soles del pago de intereses ocurrida en el año 2011.

Fuente: MEF- Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público (DGETP).

En términos relativos, la deuda bruta del sector público no financiero sobre el PBI¹ continúa mostrando una tendencia decreciente² siendo uno de los menores ratios entre los países de la región que actualmente cuentan con una calificación de riesgo correspondiente al grupo “BBB”³. Adicionalmente, se destaca la creciente participación de los nuevos soles en la deuda bruta, lo que contribuye a mitigar la vulnerabilidad de la caja fiscal ante movimientos cambiarios adversos (ver Gráfico N° 1).

Por su estructura, el 52,1% se encuentra expuesto a las fluctuaciones de los tipos de cambio, mientras que el 22,5% lo está a las variaciones de las tasas de interés (ver Gráfico N° 2).

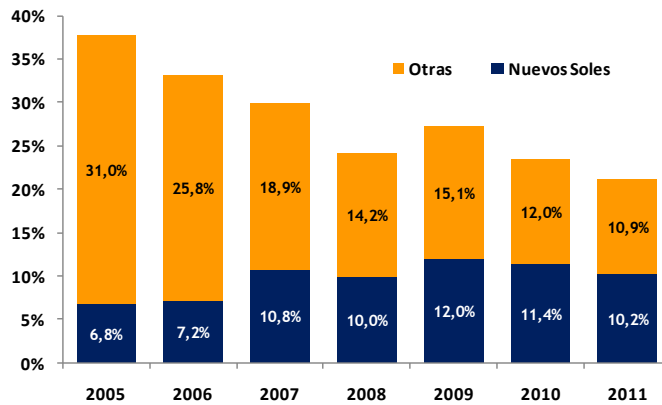
¹ Incluye la deuda de corto, medio y largo plazos del Gobierno Nacional y la de COFIDE, la Municipalidad de Lima y la ex CPT que en conjunto representan el 1,2% del total.

² Sólo fue interrumpida en el 2009 por el efecto de la crisis financiera internacional del año 2008.

³ Ver el comparador de Fitch publicado en setiembre de 2011.

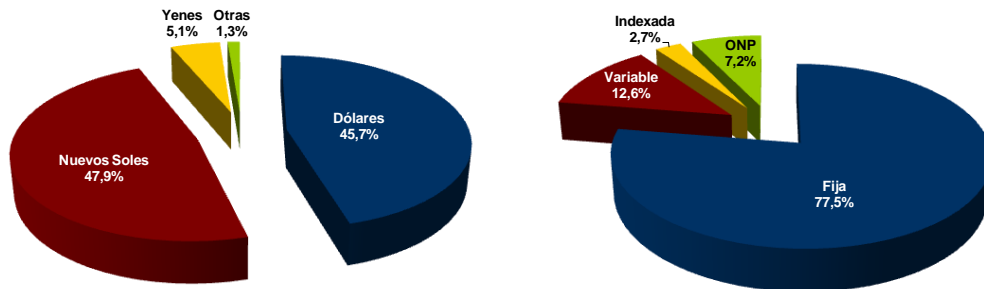
“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
 “AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

Gráfico N° 1
Deuda bruta del sector público no financiero en relación al PBI



Fuente: MEF – DGETP

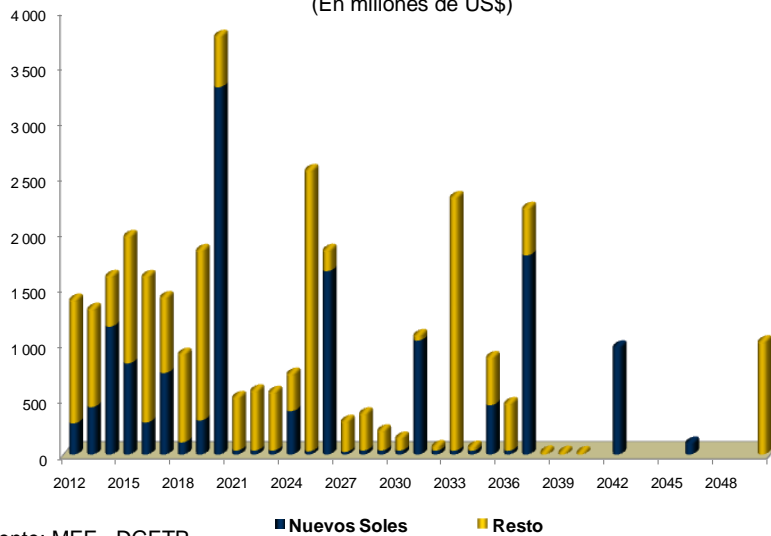
Gráfico N° 2
Deuda pública bruta del Gobierno Nacional: Posición por monedas y tasas de interés



Fuente: MEF - DGETP

La política proactiva de la gestión del endeudamiento público implementada en los últimos años ha permitido modificar gradualmente el perfil de amortizaciones de la deuda pública bruta a niveles razonables (ver Gráfico N° 3).

Gráfico N° 3
Deuda pública bruta: Flujo de amortizaciones por monedas
 (En millones de US\$)



Fuente: MEF - DGETP



1.2 Deuda pública neta

En abril del año 2011 la Dirección Nacional del Endeudamiento Público se fusionó con la Dirección Nacional de Tesoro Público, siendo uno de los principales objetivos la consolidación del manejo integral del balance estructural del Gobierno a través del calce natural entre los flujos de sus activos y pasivos financieros.

En este nuevo contexto, es relevante el concepto de deuda neta, en el que la incorporación de los activos juega un rol de mitigación natural sobre la exposición que presenta la deuda bruta en relación a los tipos de cambio y tasas de interés. Al cierre del año 2011 el total de los activos financieros del Gobierno Nacional alcanzaron un monto equivalente a US\$ 14 791 millones (S/. 39 892 millones) con lo cual la exposición de la deuda neta representa alrededor del 58% del saldo de la deuda bruta y del 11.8% del PBI.

Cuadro Nº 2
Posición de activos y pasivos y deuda neta del Gobierno Nacional por moneda

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo (millones S/.)	Particip. %	Saldo (millones S/.)	Particip. %	Saldo (millones S/.)	Particip. %
Nuevos soles	18 957	47,5%	45 051	47,9%	-26 094	48,2%
Dólares	18 346	46,0%	42 952	45,7%	-24 605	45,5%
Euros	197	0,5%	491	0,5%	-294	0,5%
Yenes	2 377	6,0%	4 778	5,1%	-2 401	4,4%
Otros	15	0,0%	702	0,7%	-688	1,3%
Total	39 892	100,0%	93 974	100,0%	-54 082	100,0%
Posición / PBI	8.6%	-	20.2%	-	11.6%	-

Fuente: MEF – DGETP

1.3 Estructura de la deuda pública bruta para los años 2012 - 2014

El pago de amortizaciones de los próximos 12 meses asciende a alrededor de US\$ 1 377 millones (S/. 3 711 millones) lo que representan aproximadamente el 4% del total adeudado, manteniéndose también alrededor de este nivel para los años 2013 y 2014⁴. Este nivel de pagos no constituye una preocupación para la caja fiscal dado que en términos relativos representa una menor presión en el Presupuesto de la República en relación a los años previos.

El 79,6% de los pagos del año 2012 se realizarán en monedas diferentes al nuevo sol. Una mejor posición por monedas se observa en los vencimientos correspondientes a los próximos 3 años (ver Gráfico Nº 4) en el que los nuevos soles representan el 43,0%. No obstante, la magnitud de la participación de la moneda estadounidense en estos vencimientos coyunturalmente favorece el presupuesto asignado para la atención del servicio de la deuda al destinarse una menor cantidad de recursos en su equivalente en moneda local dada la significativa apreciación de nuestra moneda respecto al dólar, situación que dado el contexto internacional podría mantenerse al menos en los próximos trimestres⁵, reduciéndose temporalmen-

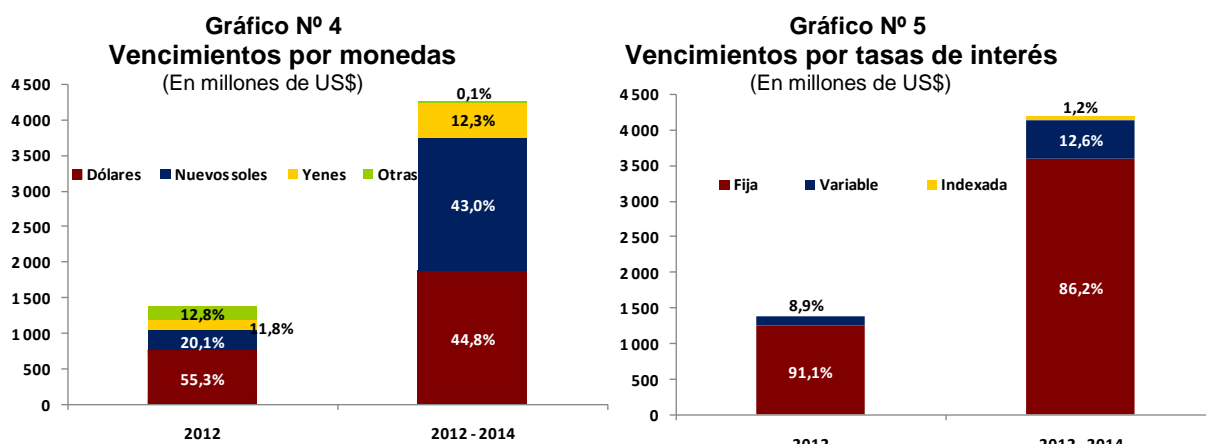
⁴ Se analizan sólo los tres años inmediatos para compatibilizar el análisis con el horizonte temporal que abarca el Marco Macroeconómico Multianual (MMM), documento publicado anualmente por el Ministerio de Economía y Finanzas que incluye las proyecciones macroeconómicas del año para el cual se está elaborando el presupuesto y los dos años siguientes.

⁵ Por efecto del influjo de capitales a los mercados emergentes.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

te el potencial impacto de este riesgo. Sin embargo, la visión de gestión de la deuda es de largo plazo por lo que se continúan orientando los esfuerzos en privilegiar el nuevo endeudamiento en moneda local.

En lo que concierne a la estructura de tasas de interés, para los próximos 12 meses y los tres años subsiguientes respectivamente, se tiene que el 91,1% y el 86,2% de los vencimientos que deberán atenderse en esos períodos de tiempo corresponden a obligaciones pactadas a tasa fija (ver Gráfico N° 5). Si bien existiría un margen de riesgo menor en los porcentajes que se mantienen a tasa variable y en moneda indexada, tanto los niveles de las tasas de mercado como la tasa de inflación se sitúan actualmente en niveles históricamente bajos, los que se proyecta que se mantendrán por uno o dos años más.



Fuente: MEF- DGETP

2. ESTRATEGIA DE GESTIÓN DE LA DEUDA

Considerando las menores necesidades de financiamiento de los requerimientos fiscales, el objetivo principal de la gestión de la deuda pública a partir de este año se concentrará en fortalecer y dinamizar el mercado de valores de deuda pública y sus instrumentos y operaciones asociadas, como columna vertebral de referencia para profundizar el desarrollo del sistema financiero doméstico en general⁶.

En tal sentido, en el marco del Plan Estratégico Sectorial Multianual 2012-2016, la estrategia de gestión de la deuda observará las siguientes políticas y principios:

Para mantener el equilibrio fiscal y la eficiencia financiera:

- ❖ Incorporar el manejo de la deuda pública como parte de una gestión global de activos y pasivos financieros del Estado.
- ❖ Reducir el costo del manejo de la liquidez del Tesoro Público a través de una gestión activa de tesorería con valores de deuda pública.

Para mantener la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera:

⁶ La limitada profundidad del mercado financiero doméstico y la cantidad restringida de valores gubernamentales que el Banco Central puede adquirir, así como el aún alto nivel de dolarización financiera son las principales limitantes para obtener mejoras adicionales en las calificaciones de riesgo de los valores de deuda pública del Perú, según agencias de riesgo como DBRS o Moody's.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

- ❖ Aumentar la desdolarización de la deuda para reducir la vulnerabilidad macroeconómica a crisis cambiarias y crisis crediticias.
- ❖ Diversificar mercados e inversionistas con el fin de asegurar la sostenibilidad de la deuda y mejorar la capacidad de negociación del Estado.

Para profundizar el desarrollo del mercado de valores:

- ❖ Fortalecer la transparencia, competitividad y liquidez de las operaciones en el mercado de valores de deuda pública.
- ❖ Minimizar las asimetrías de acceso a la inversión en valores de deuda pública entre las entidades de créditos y las entidades de valores.

Para desarrollar el sistema financiero con una mayor inclusión financiera:

- ❖ Consolidar el crecimiento de las instituciones microfinancieras, facilitándoles el acceso a valores de deuda pública para la gestión de sus tesorerías.
- ❖ Desarrollar el mercado monetario a través de operaciones de reporte con valores de deuda pública y otros instrumentos financieros respaldados con acuerdos de garantía financiera.

La integración de la gestión de activos y pasivos financieros sobre una base consolidada en el Tesoro Público, ya iniciada en abril de 2011, redundará también en favor de una mayor eficacia para determinar las condiciones más convenientes para interactuar, de modo complementario y oportunista, en los mercados financieros internacionales.

Así, sin perjuicio del cumplimiento de las metas cuantitativas referenciales definidas para la estructura de la deuda, a continuación se hace un breve resumen de las principales acciones tácticas que se esperan implementar en el año 2012, en los diferentes ámbitos de competencia de la gestión de la deuda pública:

2.1 Operaciones de endeudamiento

Las previsiones del Marco Macroeconómico Multianual 2012-2014 Revisado para el financiamiento de los requerimientos fiscales del año 2012 ascienden alrededor de US\$ 3 566 millones (aproximadamente S/. 9 800 millones)⁷ los que se obtendrán a través de créditos bilaterales o multilaterales y de emisiones de valores en el mercado (ver cuadro N° 3). Parte de dicho financiamiento permitirá cubrir las amortizaciones de deuda del 2012 que ascienden aproximadamente a US\$ 1 377 millones (ver gráfico N° 6). El financiamiento que exceda el monto de los requerimientos previstos será utilizado para financiar operaciones de administración de deuda o para prefinanciar el próximo año.

Por otro lado, como parte de una política preventiva para enfrentar el impacto sobre las necesidades de financiamiento que podría involucrar la ocurrencia de crisis financieras o de desastres naturales, se buscará mantener una suficiente holgura en

⁷ El 25 de enero se emitió US\$ 500 millones y US\$ 600 millones equivalentes en nuevos soles en el mercado internacional como parte del total de estas previsiones. Los recursos contemplados en el MMM corresponden a desembolsos de operaciones de endeudamiento concertadas y por concertar.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

líneas contingentes disponibles con dichas entidades multilaterales, las que al cierre de 2011 ascendían al equivalente a US\$ 1 900 millones (aproximadamente S/. 5 225 millones).

Cuadro Nº 3
Requerimientos financieros 2012
a financiarse con endeudamiento
(En millones de US\$)

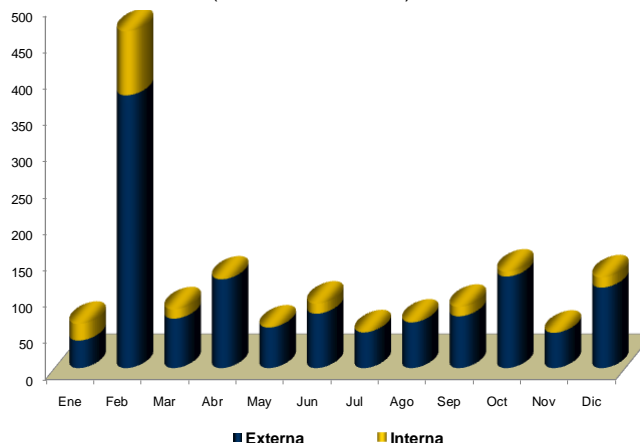
Fuentes	Montos
Externas 1_/	2 226
Libre disponibilidad	1 389
Proyectos de inversión	837
Internas	1 340
Bonos 2_/	1 087
Créditos 2_/	253
Total	3 566

1_/ No incluye condonaciones por US\$ 19 millones

2_/ A un tipo de cambio de S/. 2,75

Fuente: MEF-DGPMAC

Gráfico Nº 6
Deuda pública:
Flujo mensual de amortizaciones
(En millones de US\$)



En cualquier caso, en condiciones normales de mercado, se buscará consolidar el papel del mercado de valores de deuda pública en moneda nacional como pilar fundamental para determinar la tasa de transferencia o costo equivalente comparable de referencia para el uso de las fuentes de financiamiento fiscales alternativas. Con dicha orientación:

- Se buscará emitir bonos en moneda nacional hasta por S/. 2 989 millones (alrededor de US\$ 1 087 millones) en concordancia con el monto máximo autorizado en la Ley N° 29814⁸, destinando S/. 1 925 millones (alrededor de US\$ 700 millones)⁹ para los requerimientos financieros y S/. 1 064 millones para los proyectos en los Gobiernos Regionales en el marco del D.U. 040-2009¹⁰. En el caso de las emisiones de bonos al amparo del D.U. 040-2009, la captación de los recursos se realizará de acuerdo al ritmo de ejecución de las obras.
- Adicionalmente se considera la posibilidad de contratar créditos internos por hasta S/. 606 millones, principalmente de la banca de desarrollo local y priorizando el financiamiento de proyectos de inversión.
- A partir de este año se empezará a emitir letras en moneda nacional cuyo saldo a fin de año no excederá los S/. 400 millones en concordancia con el monto máximo autorizado en la Ley N° 29814 - Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2012.
- Se priorizará el financiamiento crediticio de los proyectos de inversión a través de la asistencia técnica y experiencia en banca de desarrollo pro-

⁸ Ley de Endeudamiento del Sector Público para el año fiscal 2012.

⁹ El 25 de enero se emitieron US\$ 600 millones equivalentes en nuevos soles en el mercado internacional como parte de esta autorización

¹⁰ Emitido en el marco del Programa de Estímulo Económico implementado por el gobierno a fin de dinamizar la economía.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

vista por los organismos multilaterales, de modo compatible con la estrategia de gestión de la deuda.

- Se ha previsto también que el financiamiento de proyectos de inversión se empiece a realizar vía la emisión de valores de deuda pública en el mercado interno.
- En el mercado de valores externo, sólo se buscará financiar operaciones de manera oportunista y en línea con los objetivos estratégicos de la República, privilegiando las emisiones en nuevos soles.
- Para la deuda que forme parte de la posición estructural en divisas extranjeras, se buscará privilegiar la diversificación hacia mercados e inversionistas en monedas extranjeras cuyo riesgo cambiario no se hallen en mínimos históricos de largo plazo, tanto para la contratación de créditos como para la eventual emisión de valores.
- Dentro del marco del D.S. N° 033-2006-EF que establece el procedimiento de contratación de servicios de asesoría legal y financiera para efectuar operaciones de endeudamiento público, se enfatizará el nivel de compromiso demostrable con el mercado de valores de deuda pública en moneda nacional y el nivel de alineamiento con los intereses de la República demostrados en las propuestas de servicios recibidas y el análisis de costo-beneficio que representaron para la República, o para otros emisores soberanos involucrados, las operaciones que se identifiquen como sustento de experiencia relevante.
- Finalmente se buscará incrementar la comunicación con los inversionistas locales y extranjeros, a fin de brindarles de manera directa información sobre el desempeño del mercado de deuda pública en moneda local y sobre la evolución de los principales indicadores comparados de la deuda pública.

2.2 Operaciones de administración de deuda

Con el fin plantear acciones estratégicas oportunistas que permitan seguir mejorando la estructura de la deuda pública neta, en adelante se hará un seguimiento más granular de las variaciones de los diferentes precios de los mercados financieros y su impacto en la estructura de activos y pasivos financieros del Tesoro Público. Con esa orientación:

- Se dará especial prioridad a aquellas operaciones que permitan incrementar la participación de la moneda local dentro del saldo total de la deuda pública.
- En los contratos de crédito suscritos con los organismos multilaterales se buscará identificar la oportunidad y conveniencia de ejecución de ciertas opciones financieras incluidas, en la medida que permitan gestionar eficientemente el riesgo estructural de balance.
- Se tratará de reemplazar aquellas obligaciones contratadas o emitidas en años anteriores con condiciones menos favorables y que en neto representen una mejora de las condiciones financieras agregadas para toda la estructura de balance.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

- En situaciones especiales de manejo de pasivos, y cuando no sea posible o conveniente efectuar la operación directamente en el mercado, se considerará la posibilidad de colocar valores a través del mecanismo de sindicación¹¹, para lo cual se informará oportunamente de las condiciones en las que se implementaría dicho mecanismo, los requisitos y el segmento de tenedores objetivo.
- Sólo en las operaciones de intercambio o con recompra de valores en condiciones de mercado se podrá permitir el incrementar el saldo nominal de deuda medido en moneda nacional a cambio de reducir en igual monto el valor presente de la carga financiera presupuestaria futura que generarán los valores objeto de intercambio o recompra, si como resultado se reduce el riesgo cambiario estructural global. No obstante, el nuevo saldo nominal en moneda nacional no deberá ser mayor que el saldo nominal en moneda extranjera expresado al tipo de cambio histórico de su emisión o desembolso, salvo conveniencia económica-financiera.
- Para la contratación de servicios de asesoría legal y financiera de operaciones de administración de deuda, dentro del marco del D.S. N° 033-2006-EF, se enfatizará el compromiso demostrable con el mercado de valores de deuda pública en moneda nacional, el nivel de alineamiento con los intereses de la República y el análisis costo-beneficio de las operaciones que se identifiquen como sustento de experiencia en las propuestas de servicio.
- Se buscará mantener un control más granular sobre el riesgo de concentración, tanto en los activos como en los pasivos financieros, dentro y fuera de balance, de tal modo que se propicie una adecuada diversificación de mercados, de contrapartes y de otros factores de riesgo relevantes.
- Finalmente, se empezará a gestionar de forma individualizada el riesgo de crédito que asume la República en las operaciones de derivados con las diferentes entidades financieras, razón por la cual se buscará establecer un mejor equilibrio económico-financiero contractual con cada una de las contrapartes en función a la variación de su riesgo relativo, a la calidad de su capitalización según los nuevos estándares internacionales y a la colateralización brindada, sin perjuicio del establecimiento de límites o cupos de crédito en función de su calificación de riesgo asignada, de la cotización promedio de sus derivados de créditos y de otras variables económico-financieras individuales y comparables que se consideren relevantes.

2.3 Promoción del desarrollo del mercado de valores de deuda pública

Dado que en los últimos años la gestión de la deuda pública estableció prioridades en el manejo de los riesgos, siendo uno de los vehículos más importantes la emisión de bonos de largo plazo en moneda local, el contexto actual se torna propicio para que el Tesoro Público pueda desarrollar un papel promotor más activo en las

¹¹ Emisiones en las que participarán varias entidades financieras agrupadas en un sindicato, cuya responsabilidad será asumida por una sola entidad que fungirá de líder. A diferencia de la subasta, la República ofrecería un precio indicativo.



partes corta y media de la curva soberana, sin descuidar ni comprometer las metas cuantitativas para la estructura de la deuda.

En tal sentido, el ejercicio de un papel más activo por parte del Tesoro Público tiene como objetivo fundamental ayudar a profundizar el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública y dinamizar su papel como principal señalizador de información de referencia para los participantes del resto del sistema financiero. Con este propósito:

- Se dará acceso en las subastas del mercado primario de bonos y letras a un mayor número de entidades financieras, lo que permitirá que ingresen agencias de bolsa, fondos mutuos, cajas municipales, compañías de seguros, entre otros, dándoles la oportunidad real de dinamizar los diferentes segmentos de este mercado según su escala e incrementar el número de inversionistas institucionales en valores de deuda pública.
- Complementariamente se empezará a brindar al mercado local señales de información para tramos de la curva soberana que hasta ahora no existían. Para ello, en la parte corta de la curva en soles nominales se iniciará la emisión mensual de letras del tesoro representativas de los plazos de 3, 6 y 12 meses de la forma más granular y diversificada posible.
- Adicionalmente a lo anterior, en la parte media y larga de la curva se establecerán como bonos de referencia para el mercado local, con obligación de ser cotizados por las entidades que ostenten la condición de Creadores del Mercado de Valores de Deuda Pública, a los bonos 2015 (3 años), 2017 (5 años), 2023 (nuevo bono 10 años) y 2042 (30 años). Mensualmente se establecerá el saldo objetivo de emisión mínimo para cada uno de estos bonos.
- En cambio, sólo en la parte larga de la curva se buscará que al menos 4 instrumentos emitidos en soles nominales (2026, 2031, 2037 y 2042) alcancen y se mantengan con un saldo adeudado individual superior a los S/. 3 000 millones, de modo que se consideren bonos líquidos orientados a grandes inversionistas institucionales e inversionistas no residentes.
- Por otro lado, se volverá a empezar a brindar periódicas señales de información a los participantes del mercado de valores de deuda pública en soles indexados o soles VAC, con el fin exclusivo de que las empresas no financieras vuelvan a tener una referencia para la emisión de su deuda en instrumentos que estén mejor calzados con el dinamismo que enfrentan sus precios de venta o con el valor real de sus activos fijos y al mismo tiempo satisfacer la demanda de estos instrumentos principalmente por parte de las compañías de seguros de vida.
- Se buscará incrementar el nivel de competencia entre los postores de las subastas periódicas en el mercado primario así como el nivel de transparencia en la formación de precios del mercado en el mercado secundario, para lo cual se publicará un nuevo Reglamento de Bonos y Letras del Tesoro que establecerá, sin lugar a dudas, que en adelante la totalidad de las operaciones con valores de deuda pública se deberán negociar en mecanismos centralizados a través de la modalidad de entrega contra

pago en el mercado secundario y bajo la supervisión de conductas de la SMV.

- En paralelo, se buscará dinamizar y potenciar el papel de las entidades financieras que ostenten la condición de Creadores de Mercado de Valores de Deuda Pública, para lo cual se publicará un nuevo Reglamento de Creadores de Mercado con requisitos, privilegios y obligaciones más adecuados y en línea con las mejores prácticas internacionales, lo que se espera también sea una nueva oportunidad para la participación de las agencias de bolsa en el mercado de valores de deuda pública, de cara a una futura integración de los mercados de renta fija en las etapas posteriores del MILA.
- De acuerdo con las mejores prácticas internacionales¹², se empezarán a ofrecer operaciones de reporte utilizando a bonos y letras del tesoro¹³ con el objetivo fundamental de incrementar la demanda estructural de estos instrumentos por parte de los inversionistas locales, asegurándoles una mínima liquidez, tanto de fondos como de valores, aún en situaciones de estrés en el mercado de valores de deuda pública.
- En forma complementaria, se creará un Fondo Índice del Tesoro que, en una primera etapa, deberá constituirse en una de las principales referencias del rendimiento libre de riesgo de crédito para los partícipes y para las administradoras de fondos mutuos del mercado local, ayudando a generar una mayor competencia en el mercado y también una mayor demanda estructural por estos valores en el segmento de mercado de inversionistas institucionales. En una segunda etapa, el Fondo buscará ser accesible al público de un modo similar a como lo hace cualquier fondo mutuo.
- Asimismo, se diseñará un programa de venta minorista de bonos y letras del tesoro al público con el fin de favorecer la inclusión financiera y el ahorro para los pequeños y medianos ahorristas a nivel nacional y que, al mismo tiempo, sienten las bases para una mayor diversificación de la base de inversionistas y un crecimiento de largo plazo para la tenencia doméstica de deuda pública.
- Se realizarán intercambios de valores de deuda con el propósito de suavizar el perfil de amortizaciones de deuda e incrementar el saldo vivo de los valores determinados como bonos de referencia para el mercado local o como bonos líquidos para los no residentes y grandes inversionistas, además de permitir que cada tipo de tenedor pueda ajustar las posiciones devengadas en función a los perfiles u objetivos de sus carteras de inversiones.

¹² En línea con las recomendaciones del Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo.

¹³ Las operaciones de reporte podrán ser de dos tipos: i) El reporte de valores tradicional para obtener liquidez temporal de libre disponibilidad, y ii) el reporte de dinero para obtener valores de deuda pública de libre disponibilidad, para alcanzar un objetivo similar al de un préstamo de valores, pero de manera más segura para ambas contrapartes, según las recomendaciones efectuadas por el Banco Mundial. Ambos tipos de operaciones se ofrecerán, de modo directo e inverso, a través de un mecanismo centralizado de negociación, lo que le dará una mayor transparencia a la formación de precios en igualdad de condiciones, a diferencia de las operaciones que se negocian internacionalmente en el ámbito privado.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

- Finalmente, desde este año el Tesoro Público empezará a realizar operaciones de recompra y reventa de bonos en el mercado, ya sea a través de subastas o en forma discrecional como un participante más, con el fin de ayudar a dar mayor dinamismo al mercado, reducir el exceso de volatilidad en su desempeño y aprovechar oportunidades para efectuar operaciones de gestión de deuda, sin incurrir en los mayores costos tradicionales.

Todas estas acciones permitirán además contar con adicionales herramientas para mejorar también la administración de los recursos públicos, permitiendo también reducir la brecha existente entre el costo que debe pagar la caja fiscal por sus obligaciones y la rentabilidad que puede obtener por la gestión de sus inversiones, manteniendo debidamente controlado el riesgo de liquidez de las operaciones de tesorería y de la estructura de deuda.

3. METAS CUANTITATIVAS PARA LA ESTRUCTURA DE DEUDA

Se ha estimado un rango referencial de metas para los indicadores de riesgo de la deuda bruta del Gobierno Nacional con la finalidad de cuantificar el impacto de las principales acciones tácticas que se llevarán a cabo como parte de la implementación de la gestión de la deuda. Estos indicadores son los mismos que se ha venido monitoreando en los últimos años y son los que han graficado el éxito de la gestión de la deuda pública hasta ahora alcanzada en base a los lineamientos generales que hoy se están amplificando.

Para definir este rango referencial de metas para la estructura de deuda se construyeron tres escenarios alternativos que consideran algunos supuestos sobre la evolución de la economía, los montos de financiamiento que se requerirían para satisfacer las necesidades fiscales y ejecutar operaciones de administración de deuda potenciales, así como las perspectivas de los mercados financieros local e internacional que definirán el acceso y las condiciones en las que se captará el nuevo endeudamiento.

3.1 Contexto actual y perspectivas

La lenta recuperación de los EE.UU. sumada a su alto nivel de endeudamiento, la crisis de deuda pública en la Unión Europea y los desastres naturales en Japón¹⁴ ocasionaron que las tasas de interés de corto plazo de las respectivas monedas se mantuvieran en niveles mínimos históricos durante el 2011 con el fin de evitar una mayor desaceleración de sus respectivas economías.

Para el presente año se estima que las tasas de corto plazo se mantendrán en niveles bajos, debido a que no se espera que las tasas referenciales de política monetaria de los principales países desarrollados aumenten. Más aún, en el caso de los EE.UU. la Reserva Federal (FED)¹⁵ ha decidido mantener su tasa referencial de política en el rango mínimo histórico de 0% a 0,25%, al menos hasta el 2014.

¹⁴ Terremoto y tsunami se produjeron en marzo 2011

¹⁵ La medida se decidió en el comité FOMC llevado en enero de 2012.

Cuadro N° 4
Proyección de principales tasas de interés a corto plazo (%)

Fechas	Tasa FED	Tasa BCE	Tasa BoJ	LIBOR 3 meses (\$)	LIBOR 3 meses (€)	LIBOR 3 meses (¥)
Actual	0,25	1,00	0,10	0,57	1,42	0,20
I-12	0,25	0,88	0,10	0,43	1,05	0,25
II-12	0,25	0,75	0,10	0,46	1,00	0,25
III-12	0,25	0,75	0,10	0,48	0,99	0,26
IV-12	0,25	0,75	0,10	0,49	1,05	0,26

Fuente: Bloomberg

Por su lado, las tasas de los bonos del tesoro americano a 10 y 30 años mostraron una marcada tendencia a la baja, especialmente a fines de 2011, dada la mayor demanda por activos libre de riesgo originada por el empeoramiento de los problemas de deuda en la zona euro y por la lenta recuperación de la economía estadounidense. Esta tendencia se acentuó aún más con el Programa de Extensión de Vencimientos y Política de Reinversión implementado por la FED en setiembre de 2011.

No obstante, las tasas de interés de largo plazo en los EE.UU. tenderían a incrementarse, pero se mantendrían por debajo de los niveles alcanzados a inicios de 2011, mientras que los instrumentos emitidos por los países de la zona euro se mantendrían aún en niveles elevados.

En el plano local, el crecimiento del PBI mostró cierta desaceleración durante el año 2011 como consecuencia del panorama externo negativo y del ruido político generado en la primera mitad del año por el proceso electoral. Sin embargo, la variación de este indicador de la actividad económica se ha mantenido por encima del 5%, lo cual les ha dado una cierta holgura a las autoridades responsables de la política económica del país en la aplicación de políticas contra cíclicas.

En lo que respecta a la política monetaria, el Banco Central de Reserva (BCRP) desde inicios de 2011 comenzó a retirar parte del estímulo monetario a través del aumento sucesivo de su tasa de interés referencial¹⁶, lo cual tuvo un impacto desfavorable sobre el precio de los bonos soberanos debido a la presión de ésta sobre la curva de rendimiento.

El menor crecimiento esperado de la economía, sumado a una política monetaria menos expansiva, ocasionaría una reducción de las tasas de interés en nuevos soles tanto de corto como de largo plazo, siendo este efecto fortalecido por una mayor demanda de inversionistas extranjeros que invertirían en instrumentos denominados en nuevos soles a fin de aprovechar la apreciación de la moneda local con respecto al dólar.

Sin embargo, en caso de un agravamiento de la crisis de deuda en la zona euro o que la economía estadounidense caiga nuevamente en recesión, ocasionaría una fuerte disminución de la demanda de inversionistas extranjeros por instrumentos de países emergentes, lo cual elevaría las tasas de interés en nuevos soles y en dólares en todos sus plazos.

¹⁶ Manteniéndose en niveles de 4,25% a partir de mayo de 2011 hasta la fecha.

3.2 Escenarios para cuantificar el rango de metas cuantitativas

El escenario base supone una posición conservadora sobre las expectativas del mercado para el año 2012, en el que se espera una moderación en el crecimiento de nuestros principales socios comerciales y por tanto, una caída en los términos de intercambio que afectaría el nivel de crecimiento de la economía y el monto de recaudación tributaria. Este escenario prevé que el superávit fiscal será en promedio de 0,8% con una tendencia a mejorar ligeramente hasta el año 2014, permitiendo cubrir el financiamiento de los requerimientos fiscales previstos para el año en condiciones holgadas.

El escenario optimista asume que la economía peruana registrará un crecimiento económico muy parecido al 2011, con un estimado de 6,5%, lo cual permitirá captar mayores ingresos al fisco y por tanto, se lograría obtener un superávit fiscal promedio de 2,2% que se alcanzaría a partir del año 2012. Si bien es cierto que este escenario supone que todavía prevalecerá un entorno internacional bastante incierto, el mayor dinamismo de la economía sería principalmente por un mejor desempeño de la demanda privada sobre todo por mayores ejecuciones de proyectos de inversión anunciado para los próximos años. Al existir la probabilidad de que todas las variables se tornen positivas para los intereses de la República, no sólo se facilita el financiamiento de los requerimientos fiscales, sino que se amplía las posibilidades de llevar a cabo operaciones de administración de deuda en condiciones más favorables en términos de costo y riesgo.

El escenario pesimista asume una evolución menos favorable de las variables macroeconómicas y una recuperación de la economía mundial más lenta que la esperada. Esto afectaría las expectativas de los agentes, traduciéndose en un menor dinamismo del gasto privado, principalmente por las menores inversiones o postergaciones de las mismas. Las condiciones en las que se obtendría el financiamiento para los requerimientos fiscales y para las operaciones de manejo de pasivos serían menos ventajosas.

Por tanto, dado este contexto, y sobre la base de estos escenarios, se ha establecido para el cierre de 2012 el siguiente rango referencial de metas:

Cuadro Nº 5
Metas cuantitativas referenciales al cierre de 2012

Concepto	Diciembre 2012
Porcentaje de nuevos soles en el portafolio	48,1% - 53,7%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	74,4% - 76,3%
Vida media (años)	12,7 - 13,4
Reprecio medio (años)	11,3 - 12,2
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	4,1% - 3,7%
Coefficiente de concentración del pago de amortizaciones anuales 2_/	8,9% - 3,9%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 3_/	52,7% - 70,9%

Fuente: MEF- DGETP

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

2_/ Mide la desviación del servicio de amortizaciones del portafolio por encima de niveles máximos pre-determinados. Este indicador, permite evaluar la presión de pagos de los próximos 5 años (riesgo de refinanciamiento) y constituye un elemento adicional para definir la política sobre los plazos del nuevo endeudamiento a contratar.

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

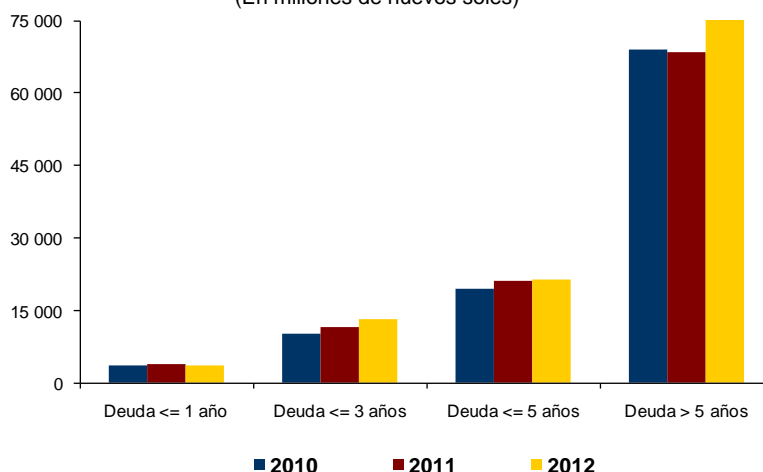
4. ESTIMACIÓN DE LOS RIESGOS DE LA DEUDA BRUTA AL CIERRE DEL AÑO 2012

El análisis para estimar los riesgos de la deuda bruta al cierre de 2012 obedece a los supuestos que sustentan el desarrollo del escenario base.

4.1 Estructura de vencimientos

Al final del período, se observaría un ligero incremento de los pagos que deberán realizarse en los próximos 3 años, como resultado de la nueva estrategia orientada a emitir deuda en la parte corta y media de la curva soberana dentro del contexto de fortalecer el desarrollo del mercado de valores doméstico. Las magnitudes de este incremento serían manejables en tanto representarían el 13,2% del total de la deuda, porcentaje ligeramente mayor al 12,8% del año anterior. Este incremento en términos relativos, se diluye dado que la estructura de monedas de estos pagos involucraría un menor riesgo. A nivel del total de la deuda bruta, se espera que la vida media se ubique en alrededor de 13 años, uno de los más largos de la región.

Gráfico N° 7
Plazo al vencimiento del portafolio de deuda
(En millones de nuevos soles)



Fuente: MEF- DGETP

4.2 Riesgo de mercado

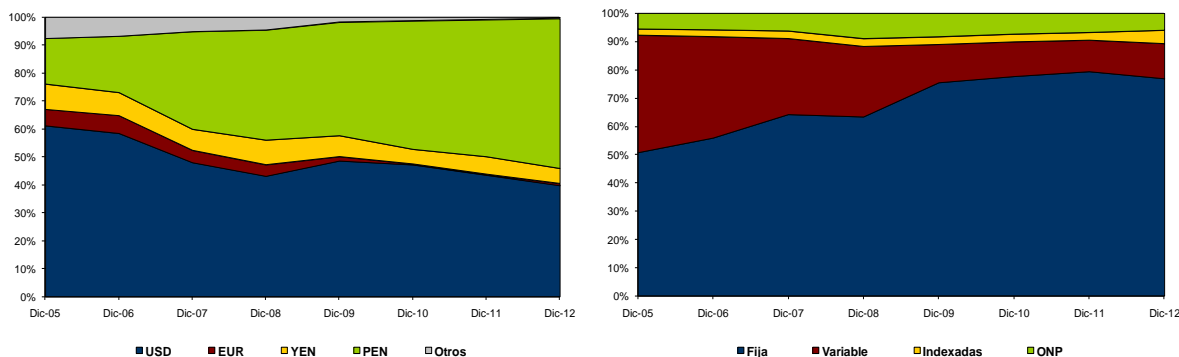
Incrementar la participación de los nuevos soles en el total de la deuda bruta es uno de los objetivos más importantes de esta estrategia, previéndose alcanzar niveles del 54% al cierre de 2012, porcentaje aún insuficiente para consolidar una posición de bajo riesgo, de acuerdo a las referencias que manejan las agencias calificadoras de riesgo¹⁷. (Ver Gráfico N° 8).

Este reto se torna más apremiante en un contexto de menores necesidades de endeudamiento y de un ritmo importante de financiamiento de proyectos de inversión con recursos externos provenientes de fuentes multilaterales y bilaterales de crédito. No obstante, a partir del año 2012 se ha considerado la posibilidad de financiar proyectos de inversión en moneda local así como utilizar otros mecanismos financieramente viables que permitan aumentar esta posición.

¹⁷ La agencia Standard & Poor's (de acuerdo al "Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions") considera como factor significativo de exposición al riesgo cambiario el hecho de que más del 40% de las obligaciones de un país están denominadas en monedas diferentes a la local.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

Gráfico Nº 8
Evolución de la composición de la deuda bruta por monedas y tasas de interés

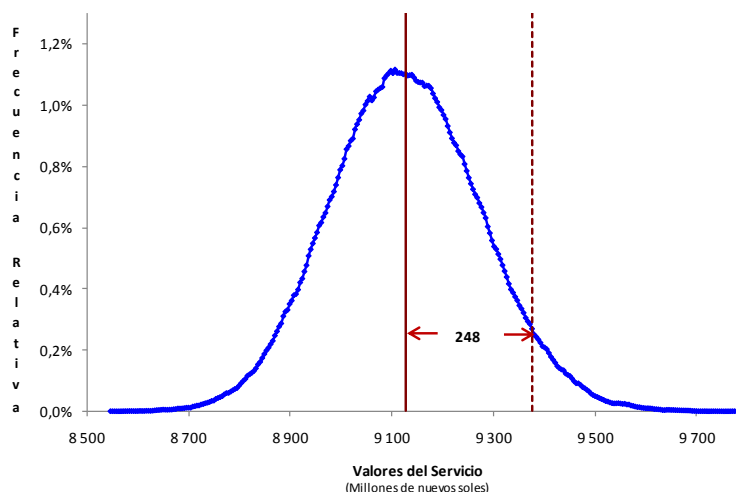


Fuente: MEF- DGETP

Por otro lado, se estima que la deuda pactada a tasa fija mantendría su porcentaje actual situándose alrededor del 77,0%, brindando de esta manera predictibilidad al pago de intereses de la deuda.

Por otro lado, bajo los supuestos adoptados, el análisis del riesgo en el servicio de deuda, con un nivel de confianza del 95%, arroja un estimado para el año 2012 de alrededor de S/. 9 127 millones. La volatilidad esperada y la correlación existente entre las tasas y monedas que forman parte de los vencimientos que deberán encasarse, podrían potencialmente implicar un egreso mayor al servicio previsto de aproximadamente S/. 248 millones (2,7% de los pagos estimados)¹⁸.

Gráfico Nº 9
Deuda pública bruta del Gobierno Nacional: Riesgo del servicio de deuda para el año 2012



Fuente: MEF- DGETP

4.3 Análisis de costos

Asimismo, se realizó un ejercicio para evaluar el costo, en términos de nuevos soles, de la deuda bruta para el año 2012 y preliminarmente para los años 2013 y

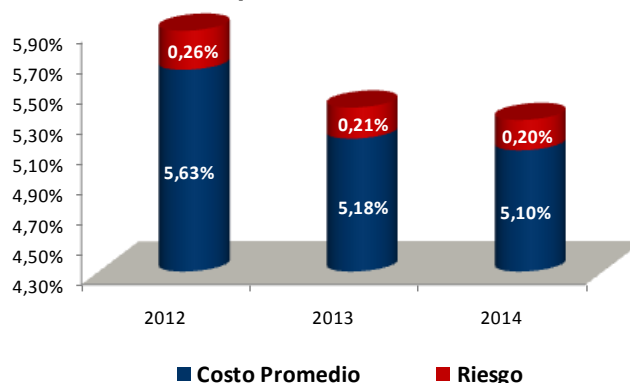
¹⁸ Para el período 2012-2014, el monto estimado del servicio de deuda sería de S/. 29 857 millones y el importe adicional en el que podría incurrirse sería de aproximadamente S/. 1 213 millones.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

2014, a partir del saldo adeudado al cierre de 2011 en nuevos soles. Este costo financiero toma en consideración la evolución creciente que tendrían las tasas de interés¹⁹ y la estabilidad esperada en el tipo de cambio.

El costo promedio anual de la deuda bruta está definido como el pago de intereses de la deuda más el monto adicional que podría generarse por efecto de las variaciones en el tipo de cambio y las tasas de interés. Este exceso, que se define como riesgo, se determinó tomando en cuenta la evolución estocástica de las tasas de interés y tipos de cambio, así como su correlación conjunta²⁰.

Gráfico N° 10
Costo y riesgo de la deuda pública para
el período 2012-2014



Fuente: MEF- DGETP

De esta manera, el costo promedio para el año 2012 estimado es de 5,6% en nuevos soles equivalentes, el mismo que podría alcanzar un nivel máximo de 5,9%, al 95% de confianza. Este costo promedio de la deuda bruta tendería a disminuir en los siguientes dos años como resultado de la estrategia de endeudamiento que privilegiaría la contratación de nueva deuda o la conversión de la existente a tasas fijas, lo cual reduce volatilidad y por tanto riesgo.

5. RATIOS DE DEUDA, INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD Y PERFIL DE AMORTIZACIONES

En el Cuadro N° 6 se aprecia el comportamiento esperado, bajo los supuestos del escenario base, para algunos ratios relacionados con el endeudamiento público del Gobierno Nacional respecto al PBI, desde una perspectiva dinámica. Estos indicadores ofrecen una visión, en términos relativos, de la viabilidad presupuestal de la deuda.

Los ratios de la deuda bruta del Gobierno Nacional mantienen la misma tendencia observada en los años anteriores, explicado principalmente por el importante crecimiento del PBI, en tanto el nivel de endeudamiento en términos absolutos no ha variado significativamente. Este comportamiento tendería a mantenerse durante los próximos años dada la proyección positiva del resultado económico para el período.

¹⁹ Tasas variables de la deuda pasiva y las tasas fijas del nuevo financiamiento, lo cual incrementaría el costo de la deuda en los próximos años.

²⁰ El riesgo del costo financiero en términos de nuevos soles se define como la diferencia entre el costo máximo (al 95% de confianza) y el costo promedio.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

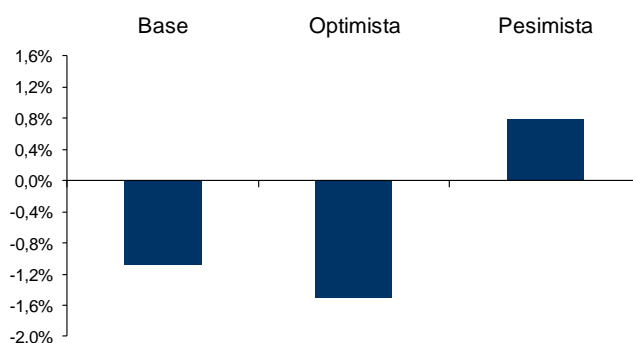
Cuadro Nº 6
Ratios de la deuda pública del Gobierno Nacional
(En porcentaje del PBI)

	2011	2012	2013	2014
Escenario base				
Deuda /PBI	20,2%	19,7%	18,3%	16,6%
Servicio /PBI	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
Amortizaciones /PBI	0,6%	0,7%	0,6%	0,8%
Intereses /PBI	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%

Fuente: MEF- DGETP

El análisis del comportamiento del ratio de deuda pública del Gobierno Nacional a través del indicador de sostenibilidad²¹, arroja que la deuda es sostenible en los escenarios base y optimista. Este resultado es el reflejo de las perspectivas favorables de crecimiento del país y del buen manejo de la política fiscal que permitirá seguir reduciendo las necesidades de financiamiento y por tanto el peso relativo de la deuda pública. En el escenario pesimista, que supone un crecimiento menos favorable de las variables macroeconómicas y condiciones negativas en los precios de las variables financieras en el futuro, la deuda no sería sostenible según este indicador.

Gráfico Nº 11
Indicador de sostenibilidad de la deuda pública del Gobierno Nacional
(Porcentaje del PBI)



Fuente: MEF- DGETP

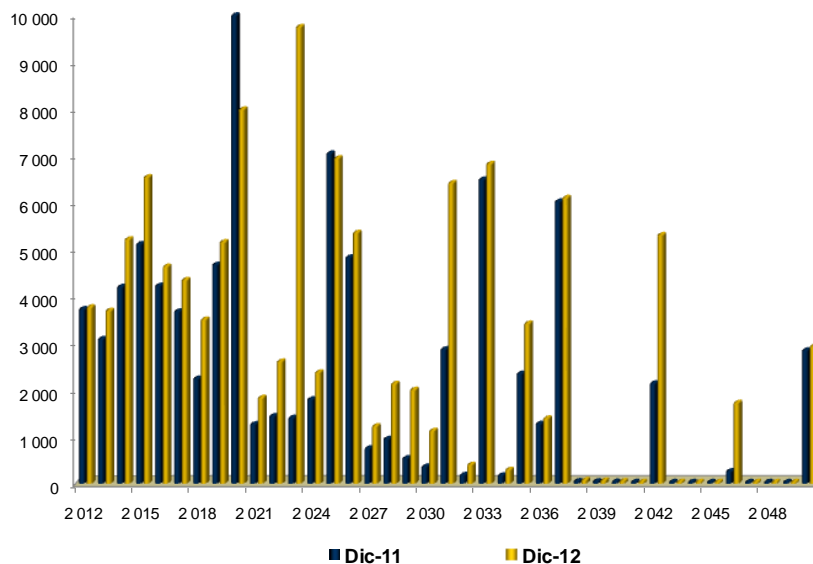
El Gráfico Nº 12 muestra el perfil de vencimientos de la deuda pública dinámica, que incluye los flujos de la deuda proyectada, generada por el nuevo endeudamiento que se contrataría en el año 2012 para financiar los requerimientos financieros y las operaciones de manejo de pasivos que se han previsto realizar durante el presente ejercicio. Como se observa, en línea con la nueva estrategia que se seguiría para consolidar especialmente el tramo corto y medio de la curva soberana local, habría un ligero incremento en los pagos del servicio de deuda de los próximos años respecto a la posición de la deuda bruta informada en diciembre de 2011, pero esto no representa mayor presión financiera dado que los fondos levantados serán rentabilizados y estarán disponibles como parte de una gestión activa de caja. Se aprecia, asimismo un monto mayor de vencimientos en años más lejanos, como re-

²¹ Este indicador se define como la diferencia del superávit primario de equilibrio y el promedio ponderado de los superávits primarios proyectados, como ratios del PBI. El superávit de equilibrio es aquel que asegura que el ratio de deuda sea constante en el tiempo. Si el indicador tiene signo negativo, entonces la deuda pública es sostenible (y eventualmente decreciente).

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

sultado de la política de privilegiar la emisión de algunos títulos soberanos en el tramo largo de la curva con el fin de dotarlos de mayor liquidez.

Gráfico N° 12
Proyección de amortizaciones de la deuda pública dinámica
(En millones de nuevos soles)



Fuente: MEF- DGETP

6. EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE DEUDA DEL AÑO 2011

El año 2011 fue un año atípico en el que las expectativas del mercado estuvieron focalizados en el contexto electoral (plano interno) y en el contagio de la crisis hacia Europa así como en la lenta recuperación económica de EE.UU. (plano externo). Este escenario no permitió que se reciba la totalidad de los recursos programados para el financiamiento de los requerimientos financieros²² supliéndose este déficit con préstamos transitorios del Tesoro Público. Además, dada la implicancia temporal de los cambios que se dieron dentro de la fusionada DGETP, y el cambio de visión hacia la implementación de una gestión global de activos y pasivos, tampoco se ejecutaron todas las operaciones planeadas en el PAEAD 2011, lo que incidió en los resultados alcanzados en los indicadores sobre la gestión de la deuda al cierre del período.

No obstante, alrededor del 40% de la captación de recursos se realizó en el mercado local en nuevos soles y a tasa fija, con lo cual no sólo se consiguió reducir el costo financiero de la deuda, sino que se logró dar un impulso adicional a los esfuerzos que se vienen haciendo para incrementar la participación de esta moneda en la deuda bruta, como un elemento esencial para seguir reduciendo la vulnerabilidad de las finanzas públicas a través de un mejor calce entre los activos y pasivos del gobierno.

El Cuadro N° 7 permite ver el impacto de las políticas aplicadas en el año 2011 y su aporte para alcanzar las metas que se establecieron para algunos de los indicadores de riesgo del portafolio al cierre del año.

²² No se emitieron bonos en el mercado internacional y se utilizaron los recursos provenientes de la emisión del bono global 2050 realizada en el año 2010 como prefinanciamiento para el año 2011.

Cuadro N° 7
Evaluación de las metas cuantitativas referenciales del PAEAD 2011

Concepto	Diciembre 2011	Diciembre 2011
	Meta PAEAD	
Porcentaje de nuevos soles en el portafolio	49,6% - 54,0%	47,4%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	76,6% - 77,9%	76,9%
Vida media (años)	12,7 - 13,3	12,7
Reprecio medio (años)	11,3 - 12,0	11,5
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses	4,1% - 3,9%	4,2%
Coficiente de concentración del pago de amortizaciones anuales	0,3% - 0,0%	0,0%
Porcentaje de financiamiento en moneda local	64,4% - 73,4%	40,4%

Fuente: MEF - DGETP

Los resultados muestran un moderado avance en las metas fijadas al inicio del período de evaluación, en la medida que los niveles de algunos de los indicadores han mejorado respecto a lo alcanzado al cierre del año 2010, pero no han logrado consolidarse dentro del rango establecido en el PAEAD 2011. Es el caso de la posición de los nuevos soles en el total de la deuda bruta que en diciembre de 2010 cerró en 46,0% y en diciembre de 2011 alcanzó el 47,4%, encontrándose por tanto fuera del rango determinado en el PAEAD 2011.

Consistente con estos resultados, el porcentaje de financiamiento en nuevos soles disminuyó respecto al año anterior (de 46,8% a 40,4%) reflejándose las dificultades del contexto local e internacional.

Por otro lado, la deuda a tasa fija se ubicó dentro del rango mínimo previsto, con el 76,9%, nivel considerado por algunas calificadoras de riesgo como un indicador que denota una posición de bajo riesgo frente a las fluctuaciones potenciales de las tasas de interés. El valor del indicador para volver a fijar tasas de interés (reprecio medio) refuerza esta apreciación, el mismo que alcanzó 11,5 años, nivel que también se encuentra dentro del rango previsto.

Por su parte, la vida media se mantiene en niveles altos (12,7 años), siendo uno de los más largos de toda la región. Esta holgura permite reforzar de manera más activa el nuevo endeudamiento a menores plazos, especialmente las emisiones de títulos valores, teniendo cuidado en hacerlo en montos limitados solo para profundizar el desarrollo del mercado de deuda pública, a fin de evitar la presión de pagos de los años inmediatos. En ese sentido, el indicador de concentración de pagos de amortizaciones para los próximos 12 meses se ubicaría al final del año en 4,2%, ligeramente superior al rango previsto.

Asimismo, el coeficiente de variación de amortizaciones, que mide la desviación del servicio de amortizaciones del portafolio por encima de niveles máximos predeterminados para los próximos 5 años, indica que el peso del endeudamiento en este tramo del perfil definido en el PAEAD 2011 no ha sido superado por lo que el resultado es de 0,0% de acuerdo al rango fijado.

Para el 2012, se espera que los niveles de estos indicadores se fortalezcan manteniendo el comportamiento mostrado en los últimos años, reflejando así la efectividad de las acciones que la gestión de deuda pública viene implementando.



“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

ANEXO 1

Cuadro Nº 1

Deuda pública: Saldo adeudado por fuente de financiamiento

Fuente Financiera	Monto (Mill.US\$)	Monto (Mill. S./.)	%	Vida media (años)	Duración (años)	Reprecio medio (años)	Tasa equiv. (%)
Deuda Externa	20 052	54 080	100,0	11,7	7,0	9,8	8,9
Bonos	9 483	25 575	47,3	16,9	8,4	16,9	11,5
Multilaterales	7 904	21 316	39,4	6,9	5,1	2,1	6,4
Club de París	2 630	7 092	13,1	7,1	5,1	7,1	6,7
Otros	36	97	0,2	4,0	3,5	3,5	7,3
Deuda Interna	14 792	39 894	100,0	14,6	8,0	14,6	7,6
Bonos	14 200	38 298	96,0	15,2	8,3	15,2	7,7
- ONP	2 510	6 769		0,0	1,0	2,0	3,0
- Soberanos	10 841	29 239		15,5	8,3	15,5	7,8
- Otros	849	2 290		12,2	7,3	12,2	7,2
Créditos	592	1 596	4,0	3,0	2,7	2,9	5,9
Deuda Total	34 844	93 974		12,8	7,3	11,6	8,4

Fuente: DGETP - MEF

Cuadro Nº 2

Deuda pública: Saldo adeudado por monedas

Monedas	Monto (Mill.US\$)	Monto (Mill. S./.)	%	Vida media (años)	Duración (años)	Reprecio medio (años)	Tasa equiv. (%)
Deuda Externa	20 052	54 080	100,0	11,7	7,0	9,8	8,9
Dólares	15 793	42 595	78,8	13,3	7,6	10,9	9,5
Yen	1 772	4 778	8,8	6,7	4,8	6,7	7,0
Nuevos Soles	2 045	5 514	10,2	4,1	3,5	4,1	6,5
Otros	443	1 193	2,2	8,8	5,8	8,5	4,7
Deuda Interna	14 792	39 894	100,0	14,6	8,0	14,6	7,6
Nuevos Soles	14 660	39 537	99,1	14,8	8,1	14,8	7,6
Dólares	132	357	0,9	4,0	3,4	4,0	11,1
Deuda Total	34 844	93 974		12,8	7,3	11,6	8,4

Fuente: DGETP - MEF

Cuadro Nº 3

Deuda pública: Saldo adeudado por tasas de interés

Tasas	Monto (Mill.US\$)	Monto (Mill. S./.)	%	Vida media (años)	Duración (años)	Reprecio medio (años)	Tasa equiv. (%)
Deuda Externa	20 052	54 080	100,0	11,7	7,0	9,8	8,9
Fija	15 688	42 311	78,2	12,4	7,1	12,4	9,7
Variable	4 364	11 769	21,8	9,2	6,5	0,5	6,2
- Libor	2 883	7 776	14,4	8,3	6,0	0,5	6,4
- Multilaterales	1 425	3 843	7,1	10,7	7,6	0,5	5,7
- Otras	56	150	0,3	14,7	9,0	0,5	7,6
Deuda Interna	14 792	39 894	100,0	14,6	8,0	14,6	7,6
Fija	11 324	30 540	76,6	14,3	7,9	14,3	7,5
VAC	943	2 544	6,4	18,4	9,2	18,4	9,0
ONP	2 510	6 769	17,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Deuda Total	15	40	0,1	1,6	1,6	0,5	3,2

Fuente: DGETP - MEF

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA INTEGRACIÓN NACIONAL Y EL RECONOCIMIENTO DE NUESTRA DIVERSIDAD”

ANEXO 2

Cronograma Tentativo de Emisiones – 2012

enero 2012							febrero 2012							marzo 2012						
lu	ma	mi	ju	vi	sa	do	lu	ma	mi	ju	vi	sa	do	lu	ma	mi	ju	vi	sa	do
						1			1	2	3	4	5				1	2	3	4
2	3	4	5	6	7	8	6	7	8	9	10	11	12	5	6	7	8	9	10	11
9	10	11	12	13	14	15	13	14	15	16	17	18	19	12	13	14	15	16	17	18
16	17	18	19	20	21	22	20	21	22	23	24	25	26	19	20	21	22	23	24	25
23	24	25	26	27	28	29	27	28	29					26	27	28	29	30	31	
30	31																			

abril 2012							mayo 2012							junio 2012						
lu	ma	mi	ju	vi	sa	do	lu	ma	mi	ju	vi	sa	do	lu	ma	mi	ju	vi	sa	do
						1		1	2	3	4	5	6					1	2	3
2	3	4	5	6	7	8	7	8	9	10	11	12	13	4	5	6	7	8	9	10
9	10	11	12	13	14	15	14	15	16	17	18	19	20	11	12	13	14	15	16	17
16	17	18	19	20	21	22	21	22	23	24	25	26	27	18	19	20	21	22	23	24
23	24	25	26	27	28	29	28	29	30	31				25	26	27	28	29	30	
30																				

julio 2012							agosto 2012							septiembre 2012							
lu	ma	mi	ju	vi	sa	do	lu	ma	mi	ju	vi	sa	do	lu	ma	mi	ju	vi	sa	do	
						1				1	2	3	4	5						1	2
2	3	4	5	6	7	8	6	7	8	9	10	11	12	3	4	5	6	7	8	9	
9	10	11	12	13	14	15	13	14	15	16	17	18	19	10	11	12	13	14	15	16	
16	17	18	19	20	21	22	20	21	22	23	24	25	26	17	18	19	20	21	22	23	
23	24	25	26	27	28	29	27	28	29	30	31			24	25	26	27	28	29	30	
30	31																				

octubre 2012							noviembre 2012							diciembre 2012						
lu	ma	mi	ju	vi	sa	do	lu	ma	mi	ju	vi	sa	do	lu	ma	mi	ju	vi	sa	do
						1				1	2	3	4						1	2
1	2	3	4	5	6	7	5	6	7	8	9	10	11	3	4	5	6	7	8	9
8	9	10	11	12	13	14	12	13	14	15	16	17	18	10	11	12	13	14	15	16
15	16	17	18	19	20	21	19	20	21	22	23	24	25	17	18	19	20	21	22	23
22	23	24	25	26	27	28	26	27	28	29	30			24	25	26	27	28	29	30
29	30	31												31						

- Subasta de Letras del Tesoro Público
- Subasta de Bonos Soberanos
- Reunión con Creadores de Mercado