



**MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO**

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

**DIRECCIÓN NACIONAL DEL
ENDEUDAMIENTO PÚBLICO**

**PROGRAMA ANUAL DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO Y
DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA**

2007



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

PROGRAMA ANUAL DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO Y DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA 2007

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	1
I. CONTEXTO ACTUAL Y REQUERIMIENTOS FINANCIEROS	2
1. EXTERNO	2
2. INTERNO	3
3. REQUERIMIENTOS FINANCIEROS	4
II. PROGRAMA ANUAL DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO Y DE ADMINISTRACION DE DEUDA 2007	5
1. OBJETIVOS	5
1.1 Generales	5
1.2 Específicos	6
2. ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO	7
2.1 Sustituir el financiamiento externo por interno en Nuevos Soles a fin de reducir el riesgo cambiario.	7
2.2 Contratar nueva deuda considerando el perfil de vencimientos actual	8
2.3 Mantener en niveles razonables el costo financiero	8
2.4 Mejorar los mecanismos de comunicación con los inversionistas	9
3. ESTRATEGIA DE ADMINISTRACION DE DEUDA	9
3.1 Prepagos	10
3.2 Intercambios	11
3.3 Operaciones de cobertura	11
3.4 Canjes de deuda	12
4. ESTRATEGIA DE DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES	12
4.1 Continuar incrementando la liquidez en los bonos de referencia	12
4.2 Seguir extendiendo los plazos de la curva de rendimiento	12
4.3 Dinamizar el calendario de colocaciones	12
4.4 Mejorar la capacidad de manejo de riesgos de los inversionistas	13
4.5 Mejoras en los aspectos técnicos de negociación	13
III. ANALISIS DE RIESGO DE LA DEUDA PUBLICA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO	13
1. SALDO ADEUDADO	13
2. RIESGO DE MERCADO	14
3. RIESGO DE REFINANCIAMIENTO	15
IV. METAS CUANTITATIVAS DE LA ESTRATEGIA DE DEUDA 2007 - 2009	16
1. IMPACTO POTENCIAL DE LAS OPERACIONES QUE SE PREVEN IMPLEMENTAR	16
2. CUANTIFICACION DE LOS RIESGOS DE MERCADO	19
2.1 Efectos en el saldo adeudado	19
2.2 Efecto en el servicio de deuda	20



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

V. OTROS TEMAS RELACIONADOS CON EL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO	22
1. MONITOREO DE DEUDA DE GOBIERNOS REGIONALES Y LOCALES	22
2. CONCESIONES.....	22
ANEXO N° 1	23
ANEXO N° 2.....	28



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

INTRODUCCIÓN

En los últimos años, a través de un manejo proactivo del portafolio de obligaciones orientado a reducir los riesgos que éste enfrenta, la administración de la deuda pública viene contribuyendo a consolidar los logros obtenidos en materia de sostenibilidad fiscal, a fin que nuestro país pueda mejorar su calificación crediticia con miras a alcanzar el grado de inversión.

En esa orientación, desde hace un año se dio inicio a la publicación del Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda, documento que en concordancia con el Marco Macroeconómico Multianual, pretende informar de manera transparente a los agentes económicos sobre las líneas generales de la estrategia que se seguirá tanto en materia de financiamiento como en la administración de deuda. De esta manera, se busca propiciar una mayor confianza en el mercado, brindando a los inversionistas los elementos necesarios para una adecuada toma de decisiones.

A continuación se resume el contenido del Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2007, que se divide en cinco secciones. En la primera sección se hace una breve introducción al contexto actual del mercado de capitales y se muestra las necesidades financieras del Sector Público No Financiero, considerando los supuestos macroeconómicos del Marco Macroeconómico Multianual.

En la segunda parte del documento se enuncian los objetivos del Programa y se plantean los principios fundamentales de la estrategia en materia de financiamiento, desarrollo del mercado de capitales y de administración de deuda.

En la tercera sección se formula el diagnóstico de los riesgos de mercado y de refinanciamiento del portafolio de deuda pública a junio de 2006.

La cuarta sección incluye un análisis cuantitativo del impacto del financiamiento que se contraerá durante el período, así como el efecto de las operaciones de administración de deuda que se prevé ejecutar, mostrando los cambios en la exposición a los riesgos descritos en la sección anterior.

Finalmente, en la quinta sección del documento se abordan otros temas vinculados con el endeudamiento público.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

I. CONTEXTO ACTUAL Y REQUERIMIENTOS FINANCIEROS

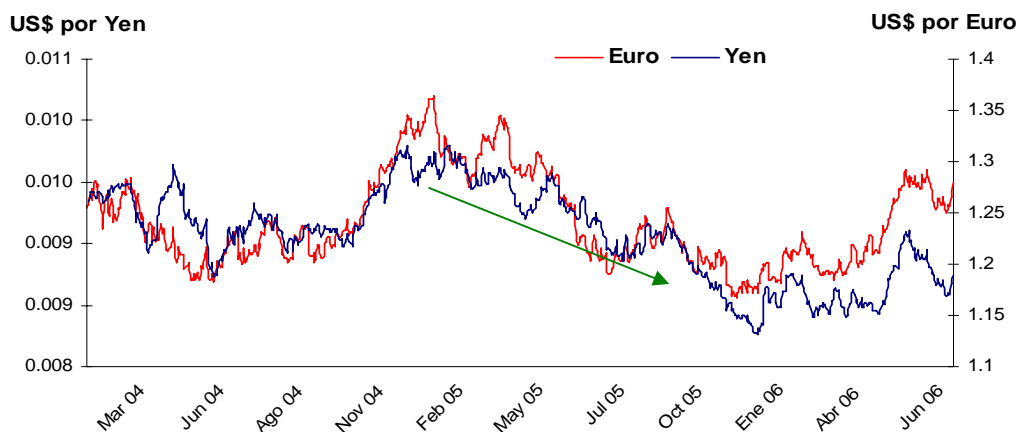
1. EXTERNO

Como consecuencia del crecimiento global experimentado durante el año 2005, la tasa de referencia de la Reserva Federal¹ así como el resto de tasas de interés de mercado se incrementaron, situación que influiría de manera significativa tanto en la política de fondeo como en el servicio de las obligaciones contraídas por la República.

Uno de los efectos en el aumento de estas tasas de interés, es el mayor costo financiero de la deuda que podría incrementar el déficit fiscal para los siguientes años. Sin embargo, este impacto se vería mitigado, en cierta medida, como resultado de las operaciones de cobertura realizadas sobre algunos de los préstamos pactados a tasa LIBOR a 6 meses en dólares.

En relación al mercado de capitales se espera que la necesidad de mayores retornos por parte los inversionistas², ayude a mantener en niveles razonables tanto el riesgo soberano como el costo de fondeo en el exterior de países como el Perú.

Gráfico N° 1
Comportamiento del yen y el euro frente al dólar



Fuente: Bloomberg

Por otro lado, si bien durante el primer semestre del año se ha observado una apreciación tanto del yen como del euro (monedas que representan alrededor del 15% del total de obligaciones de nuestro portafolio), la importante depreciación experimentada durante el 2005 (Ver Gráfico N° 1), hace que buena parte del mercado no prevea un fortalecimiento significativo de dichas monedas. De esta manera, tanto el yen como el euro se mantendrían estables mientras prosiga el periodo de alza en los tipos de interés de la FED. Cabe indicar que, la depreciación del yen y el euro, contribuye a reducir el saldo de la deuda pública

¹ De acuerdo a lo previsto por la mayor parte del mercado, la Reserva Federal podría subir sus tasas hasta un máximo de 6,0%, nivel que se alcanzaría antes de finalizar el primer semestre de 2007.

² Los Bonos del Tesoro americano (como en el caso del bono a 10 años) ofrecen actualmente un rendimiento incluso inferior al de tasas como la LIBOR a 6 meses o la tasa de referencia de la FED



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

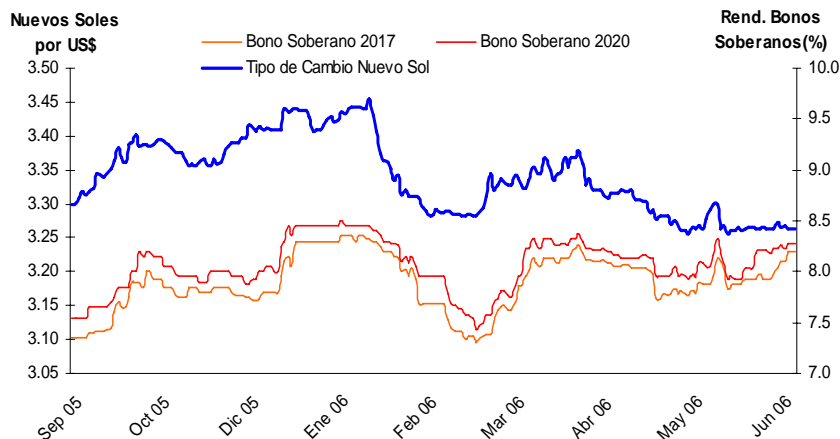
externa en dólares equivalentes, así como el monto de los recursos necesarios para atender su servicio.

2. INTERNO

El mayor ingreso de divisas por exportaciones, que compensó en buena medida los menores niveles de liquidez de los flujos de capitales hacia los países emergentes³, permitió que durante el segundo trimestre de 2006 el tipo de cambio en el mercado local alcanzara sus valores mínimos en casi ocho años. En línea con ello y tomando en cuenta la fuerte relación existente entre esta variable y las tasas de interés de los bonos soberanos (ver Gráfico N° 2), el costo de fondeo de la República en moneda local no se incrementó a pesar del contexto internacional adverso generado por el aumento de la tasa de interés de la FED.

De mantenerse este comportamiento, así como el escenario previsto para el mediano plazo en el Marco Macroeconómico Multianual 2007-2009 - Actualización al mes de agosto 2006 (MMM 2007-2009 Actualizado), se espera un incremento en el tipo de cambio, aún cuando éste no sería significativo. Debido a ello, el costo de fondeo de la República en moneda local, tanto a tasa fija como a tasa VAC, seguiría ubicándose en niveles razonables, facilitando la ejecución de operaciones de administración de deuda⁴.

Gráfico N° 2
Tipo de cambio vs rendimiento de bonos soberanos



Fuente: Bloomberg

³ La contracción de la inversión financiera en los mercados emergentes trajo consigo la fuerte caída de sus más importantes índices bursátiles, siendo los países más vulnerables Hungría, Sudáfrica y Turquía. En otros casos, países de la región como Colombia sufrieron significativos aumentos en sus primas de riesgo.

⁴ Un escenario adverso de desaceleración de la economía global, que tuviera repercusiones negativas en el superávit comercial peruano, debilitaría al Nuevo Sol y reduciría la demanda de instrumentos denominados moneda local. En este caso, además de incrementarse el costo de fondeo de la República se reduciría la liquidez en el mercado doméstico y por ende las posibilidades de cubrir los requerimientos financieros con emisiones de bonos soberanos.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

3. REQUERIMIENTOS FINANCIEROS

De acuerdo al MMM 2007-2009 Actualizado, algunos de los supuestos macroeconómicos que sustentan la determinación de los requerimientos financieros para los próximos tres años son:

- Crecimiento del PBI de 5,5% para el año 2007 y de 5% entre el año 2008 y 2009.
- Inflación anualizada de 2,5% para los siguientes 3 años.
- Déficit fiscal de 0,8% para el año 2007, 0,6% para el año 2008 y 0,0% para el año 2009.

En el Cuadro N° 1 se muestran los requerimientos financieros (déficit y amortizaciones) del Sector Público No Financiero (SPNF) para los próximos tres años, los mismos que se cubrirían principalmente con los desembolsos de las operaciones del endeudamiento público externo e interno concertadas y por concertar.

Cuadro N° 1
Requerimientos de financiamiento del SPNF
(En millones de US\$)

Fuente Financiera	2007	2008	2009
I. USOS	2 280	2 850	1 540
1. Amortización	1 530	2 184	1 490
2. Déficit Fiscal	750	666	50
II. FUENTES	2 280	2 850	1 540
1. Financiamiento Externo	1 078	1 047	1 115
a. Libre Disponibilidad	450	420	500
b. Proyectos	600	600	600
c. Otros	28	27	15
2. Financiamiento Interno	503	603	- 275
a. Privatización	24	23	23
b. Depósitos y Otros	479	581	- 298
3. Bonos (*)	700	1 200	700

Fuente: Información del MMM 2007-2009 Actualizado.

(*) Las emisiones internas y externas de bonos se realizarán de acuerdo a la política de endeudamiento adoptada acorde a las condiciones de mercado más favorables.

Parte de estos requerimientos, se atenderán con desembolsos de créditos que se contraten en el ejercicio fiscal 2007 con cargo al monto máximo de endeudamiento autorizado por la ley correspondiente. Al respecto, de acuerdo a lo establecido en la Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento, dicho monto deberá determinarse considerando la orientación de la política de endeudamiento y las metas establecidas en el presente documento. Algunos criterios adicionales a tomar en cuenta serían los siguientes:



**MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO**

- El monto máximo deberá considerar la contratación de los recursos de libre disponibilidad destinados fundamentalmente al pago de las amortizaciones de deuda pública, que constituyen parte de los requerimientos financieros que contempla el MMM para el año fiscal respectivo.
- La concertación de nuevos créditos para el financiamiento de proyectos, será compatible con las prioridades que se establezcan para la inversión pública en su conjunto y a nivel sectorial, con el fin de impulsar el desarrollo económico del país. Asimismo, se tomará en consideración las potenciales garantías que se prevén otorgar durante el año.
- El monto máximo podrá variar o recomponerse entre fuentes externas e internas, sin alterar el nivel total autorizado, en función de las oportunidades para la captación de recursos que ofrezca el contexto vigente.
- El financiamiento que se obtenga para implementar operaciones de administración de pasivos, no debe afectar el monto máximo de endeudamiento autorizado, en tanto su finalidad es la de reemplazar una obligación vigente por otra nueva en condiciones financieras diferentes.

II. PROGRAMA ANUAL DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO Y DE ADMINISTRACION DE DEUDA 2007

El presente Programa contiene los principios generales que orientan la política de endeudamiento público, entendida como el financiamiento de los requerimientos del gobierno, compatibles con las metas establecidas en el MMM 2007-2009 Actualizado; así como la administración de deuda cuyo fin es propiciar una estructura prudente del portafolio de pasivos públicos, mitigando los riesgos que lo afectan, protegiendo así la posición fiscal. Para tal efecto, sujeto a las condiciones de mercado, se han definido los objetivos generales y específicos que a continuación se detallan:

1. OBJETIVOS

1.1 Generales

- Obtener los recursos para cubrir las necesidades de financiamiento del sector público, buscando un perfil costo-riesgo óptimo.
- Reducir los riesgos de refinanciamiento y de mercado del portafolio actual de obligaciones, mediante operaciones de administración de deuda, a fin de coadyuvar a preservar la sostenibilidad fiscal y a mejorar la calificación crediticia del país.
- Contribuir activamente al desarrollo del mercado de capitales doméstico, propiciando que éste se convierta en una fuente permanente de financiamiento.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

1.2 Específicos

a. Financiamiento

- Modificar gradualmente la composición de la deuda pública, incrementando la captación del financiamiento en Nuevos Soles, de preferencia a tasa fija.
- Minimizar los costos del endeudamiento, aprovechando las ventanas de oportunidad que pueda ofrecer el mercado.
- Cautelar que los plazos de las nuevas obligaciones que se contraten, no contribuyan a generar períodos de concentración de pagos.
- Avanzar en la diversificación de nuestras fuentes de financiamiento interno y externo, propiciando el acceso a nuevos mercados.
- Fortalecer las relaciones con los inversionistas.

b. Operaciones de administración de deuda

- Avanzar en la definición de un portafolio de referencia (benchmark), en términos de tasas, monedas y plazos, que oriente las acciones en materia de administración de deuda.
- Aumentar la vida media del portafolio de deuda a fin de reducir su riesgo de refinanciamiento, buscando que se generen niveles estables de pago del servicio en el tiempo.
- Reducir la exposición de la deuda al riesgo de mercado que involucran las fluctuaciones de los tipos de cambio y las tasas de interés.
- Cambiar la naturaleza rígida de algunas obligaciones por otras más flexibles, que hagan más viable la administración de sus riesgos en condiciones de mercado.

c. Desarrollo del mercado de capitales doméstico

- Continuar impulsando, a través del Programa de Creadores de Mercado, el desarrollo del mercado de capitales doméstico, mediante la emisión de bonos soberanos y la consolidación de la curva de rendimiento que sirve de referencia al mercado de títulos⁵.
- Propiciar mecanismos que permitan aumentar la liquidez y profundidad del mercado secundario de deuda soberana.

⁵ Corporativos, hipotecarios, entre otros.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

- Contribuir a mejorar la capacidad de manejo de riesgos por parte de los inversionistas mediante una coordinación activa con los órganos competentes⁶ para el diseño e implementación de nuevos instrumentos como los repos⁷, préstamos en valores, strips⁸, entre otros.
- Promover mejoras en los aspectos técnicos de negociación en el mercado local, impulsando la creación del mecanismo de pago contra entrega (Delivery vs. Payment-DVP)⁹.

2. ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO

El financiamiento que se contrate durante el período deberá realizarse con la finalidad de:

- Obtener los recursos programados en el MMM 2007 – 2009 Actualizado, cautelando que el incremento máximo de la deuda se ajuste a los parámetros establecidos por Ley. Adicionalmente, de considerarlo conveniente, prefinanciar los requerimientos del año subsiguiente.
- Realizar operaciones de administración de deuda.

Las características financieras de los instrumentos que se contraten dependerán de aquellas vigentes en el mercado. Sin embargo, con el propósito de mantener la consistencia con los objetivos del Programa Anual deberá procurarse en la medida de lo posible de:

2.1 Sustituir el financiamiento externo por interno en Nuevos Soles a fin de reducir el riesgo cambiario.

Los requerimientos fiscales para el año 2007, cuyo financiamiento se prevé realizar vía emisión de bonos y que ascienden de acuerdo al MMM 2007-2009 Actualizado a US\$ 700 millones¹⁰ (alrededor de S/. 2 303 millones¹¹), serán captados en su totalidad en el mercado local, a través del Programa de Creadores de Mercado.

En la medida que el contexto vigente lo permita, se deberá procurar financiar preferentemente mediante bonos soberanos, las operaciones de administración

⁶ Superintendencia de Banca y Seguros y Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

⁷ Una operación de repo provee liquidez al tenedor del título, antes de cumplirse el vencimiento de la operación. Permite transferir la posición a un tercero a cambio de una tasa de rentabilidad que es pactada en el mercado y que hace posible que éste obtenga una rentabilidad equivalente a la del número de días que faltan para el vencimiento del título.

⁸ Bonos cuyos pagos pueden segregarse, distinguiendo entre el principal y los intereses (cupón), con el objetivo de negociarlos por separado.

⁹ Este mecanismo es simultáneo e irrevocable, por lo que se elimina el riesgo de capital. Los valores se entregan si y solo si los pagos se efectúan, permitiendo fomentar las transacciones y por tanto la liquidez del mercado, debido a la posibilidad de intercambiar un título en varias oportunidades a lo largo de un día.

¹⁰ Los requerimientos fiscales totales para el año 2007 ascienden de acuerdo al MMM 2007-2009 Revisado a US\$ 2 280 millones (alrededor de S/. 7 501 millones).

¹¹ A un tipo de cambio de S/. 3,29 por dólar.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

de deuda cuya implementación requiera de la captación de recursos provenientes del mercado de capitales y se evaluará la posibilidad de prefinanciar localmente parte de los recursos previstos para el 2008.

2.2 Contratar nueva deuda considerando el perfil de vencimientos actual

Se buscará que los plazos de las operaciones de endeudamiento que se contraten sean los mayores posibles, de tal manera que sus amortizaciones parciales o totales no contribuyan a incrementar la magnitud del servicio que debe atenderse en aquellos períodos en los que ya se observa una concentración importante de pagos.

En el plano externo, dependiendo de las condiciones vigentes en el mercado de capitales, en caso se emitan bonos globales, se deberá propiciar que su plazo de vencimiento sea mayor a 10 años, debido a que hasta el 2017 se atenderán montos significativos de servicio de deuda.

En cuanto a los préstamos a concertarse con Organismos Multilaterales, cuyas políticas institucionales permitan que el prestatario defina su cronograma de pagos¹², se buscará que el reembolso del préstamo sea principalmente bullet o en su defecto, que el período de gracia sea el mayor posible. En los demás casos, se respetarán las políticas genéricas que aplican estas instituciones al prestatario.

En el plano interno, dado que, los montos de emisión de títulos soberanos involucrados en el financiamiento de las necesidades fiscales no repercutirían significativamente sobre el perfil del servicio de la deuda en los próximos 10 años, se realizarán reaperturas de aquellos bonos soberanos a tasa fija que han sido definidos como benchmark, con plazo a vencimiento mayores a 3 años. En cuanto a las operaciones de administración de deuda, que involucren elevados montos de financiamiento, se privilegiará la emisión de una reapertura del bono 12AGO2026 así como, la emisión de un nuevo bono en moneda local a tasa fija mayor a 20 años.

Sin perjuicio de lo antes señalado, se seguirá emitiendo bonos indexados a la inflación (VAC), de preferencia, en plazos mayores a los de los títulos de renta fija, con el propósito proveer al mercado una referencia para los créditos hipotecarios, así como satisfacer la demanda específica de algunos inversionistas.

2.3 Mantener en niveles razonables el costo financiero

El costo financiero de las **operaciones de endeudamiento externo** que se contraten en el mercado internacional de capitales deberá ajustarse al prevaleciente en ese momento en la curva de rendimiento para el plazo correspondiente. Los bonos globales se emitirán únicamente a tasa fija.

¹² El Banco Mundial permite que el reembolso del principal ocurra dentro de un límite máximo de vida media de 11,25 años.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Si los recursos se obtienen en una moneda diferente al dólar americano, su costo debe ser, en términos equivalentes, similar o inferior al que se obtendría en el mercado de dólares para un financiamiento de similar vida media.

En el caso particular de los créditos otorgados por Organismos Multilaterales y gobiernos o agencias oficiales, el costo financiero será aquel definido institucionalmente por las fuentes de financiamiento.

Si las condiciones de la operación involucraran riesgos de mercado, que de acuerdo a la posición institucional, fuese necesario reducir, se evaluará la necesidad de realizar operaciones de cobertura que permitan mitigar el riesgo a niveles razonables de costo.

En cuanto a **las operaciones de endeudamiento interno** se priorizarán las emisiones de bonos soberanos a tasa fija.

Respecto a los créditos en Nuevos Soles que eventualmente puedan proporcionar instituciones financieras locales, se contratarán a tasa fija procurando que su costo esté en línea con aquél al cual la República capta recursos en el mercado de capitales doméstico.

2.4 Mejorar los mecanismos de comunicación con los inversionistas

La transparencia y facilidad de acceso a la información respecto a las negociaciones de los títulos, así como los aspectos vinculados al manejo económico, constituyen vías para mejorar la percepción de riesgo de los inversionistas respecto a la calidad del gobierno como emisor, e incentivar la participación de un mayor número de actores en el mercado de deuda pública que contribuirán a darle más liquidez y profundidad.

Con ese propósito se ha creado un Área de Relaciones con los Inversionistas que seguirá fortaleciendo los vínculos de comunicación con los agentes institucionales nacionales y/o extranjeros, a fin de mantenerlos constantemente informados a través de publicaciones periódicas sobre la evolución de los bonos soberanos (negociación, tasa de interés, precios, etc), indicadores financieros (tasa de interés interbancaria, tipo de cambio, forward, etc.), así como de las acciones que se adopten en materia de administración de deuda y sus resultados.

De otro lado, se promoverá un incremento del número de entidades financieras que asuman el rol de Creadores de Mercado, particularmente convocando a instituciones extranjeras, lo cual podría propiciar un aumento de la participación de nuevos inversionistas no residentes.

3. ESTRATEGIA DE ADMINISTRACION DE DEUDA

En la medida que el contexto vigente lo permita, se continuarán ejecutando diversas operaciones tales como prepagos, intercambios de deuda, coberturas, entre otros; que tengan un impacto positivo sobre la relación costo-riesgo de la



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

deuda y ofrezcan los mayores beneficios para la República. Con ese fin, se deberá:

- Establecer un orden de prioridades, ya que la implementación de algunas operaciones se supedita al éxito de otras. Asimismo, las necesidades de financiamiento que conllevan, podrían rebasar los montos factibles de obtener en el mercado de capitales.
- Evaluar no sólo los aspectos financieros sino también las implicancias que pueda involucrar la decisión de ejecutar una transacción.
- Analizar la viabilidad legal para realizar una operación, así como las condiciones vigentes en el mercado.

El Cuadro N° 2 intenta esquematizar, de manera sucinta los beneficios potenciales asociados a cada una de las operaciones de manejo de pasivos que la República podría realizar. Sin embargo, es conveniente indicar que éstos pueden variar, dependiendo de la naturaleza de las obligaciones involucradas y de las condiciones en las que se realicen las transacciones.

Cuadro N° 2
Impacto potencial de las operaciones de administración de deuda

Posibles beneficios	Prepagos 1/	Intercambios 1/	Coberturas 2/
Reducción de riesgo de tasas de interés	✓	✓	✓
Reducción de riesgo cambiario	✓	✓	✓
Reducción de riesgo de refinanciamiento	✓	✓	X
Reducción de costo 3/	✓	✓	X
Alivio en el pago de amortizaciones	✓	✓	X

1_/ Requiere de una participación activa del acreedor.

2_/ No modifican las obligaciones contractuales con el acreedor. Estas operaciones implican incurrir inicialmente en un costo mayor, a cambio de mitigar en el futuro el riesgo de la volatilidad de las variables asociadas al portafolio de deuda.

3_/ Si se reemplaza una deuda por otra a mayor plazo, se pagará un mayor costo por la extensión.

Algunos criterios generales, que deberán considerarse para llevar a cabo estas operaciones son los siguientes:

3.1 Prepagos

- Se realizarán de preferencia sobre aquellas obligaciones externas y/o internas que tengan costos financieros superiores a aquellos en los que la República puede captar recursos en los mercados de capitales, para instrumentos de vida media similar, en el momento de la transacción.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

- Dependiendo de las condiciones de mercado, se propiciará que el financiamiento de los prepagos se realice prioritariamente con moneda local a tasa fija.
- Se procurará que estas operaciones incrementen la vida media del portafolio de deuda. El costo financiero que se asuma deberá ser compatible con este objetivo.
- De contratarse financiamiento para ejecutar el prepago, se deberá cautelar que, en la medida de lo posible, éste no incremente el stock de deuda total. De ser factible, se buscará reducir el valor nominal de la deuda. En caso se contase con recursos de caja excedentes, se deberá evaluar su utilización en las operaciones de prepago, con lo cual se reduciría el stock nominal de la deuda y se generarían ahorros en el pago de intereses.
- Se evaluará la viabilidad legal y financiera de implementar estas operaciones, considerando las penalidades y/o aspectos colaterales que puedan involucrar.

3.2 Intercambios

- Se continuará propiciando intercambios de deuda local que permitan suavizar el perfil de pagos y/o proveer mayor liquidez a los títulos.
- En el plano externo, estas operaciones adicionalmente deberán considerar el objetivo de sustituir deuda denominada en moneda extranjera por obligaciones en moneda local.
- Se deberá procurar que el stock de la deuda pública no se incremente.

3.3 Operaciones de cobertura

- Se seguirá reduciendo los riesgos del portafolio modificando sintéticamente su composición a través de operaciones de cobertura de tasas y monedas, previa evaluación del mercado.
- Se realizarán de preferencia sobre aquellas obligaciones externas y/o internas pactadas en monedas diferentes al Nuevo Sol, cuyos costos financieros sean inferiores a aquellos en los que la República puede captar recursos en los mercados de capitales.
- Se priorizarán aquellas transacciones que permitan convertir flujos de préstamos denominados en monedas diferentes a la local, por otras en Nuevos Soles a tasa fija, a fin de incrementar su porcentaje en el portafolio.



**MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO**

3.4 Canjes de deuda

- Se proseguirá con una política activa de acercamiento a los acreedores, a fin promover la realización de operaciones de este tipo.
- En la medida de lo posible, deberá propiciarse que los canjes sean preferentemente por donación y consideren los vencimientos más próximos.

4. ESTRATEGIA DE DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

Las acciones tendientes a contribuir con este tema serían las siguientes:

4.1 Continuar incrementando la liquidez en los bonos de referencia

A fin de propiciar una mayor liquidez en el mercado secundario y consolidar la curva de referencia, se realizarán reaperturas de bonos soberanos únicamente en los puntos estratégicos de liquidez¹³ previamente seleccionados, incrementando progresivamente el monto total de emisión de cada instrumento. Se incidirá en aquellos bonos que cuenten con menores niveles de monto en circulación y que paralelamente, de preferencia, no contribuyan a incrementar la magnitud de los pagos en años que ya cuentan con montos importantes. Se privilegiará las emisiones de la serie 12AGO2026.

Por otro lado, se continuará con los esfuerzos para lograr la inclusión de los bonos a tasa fija en los índices internacionales de títulos en moneda local de los mercados emergentes.

4.2 Seguir extendiendo los plazos de la curva de rendimiento

Actualmente, el mercado de deuda pública doméstico cuenta con bonos soberanos a tasa fija con vencimiento a un plazo máximo de 20 años, así como títulos con tasa indexada a la inflación a un plazo de 29 años.

A pesar que la extensión de la curva se encuentra supeditada a las condiciones imperantes en el mercado, se tiene previsto durante el período 2007-2009, continuar con su desarrollo aumentando, de ser posible, el plazo de vencimiento de los instrumentos a renta fija a 30 años.

4.3 Dinamizar el calendario de colocaciones

Se propiciará una mayor presencia del gobierno en el mercado de capitales. Se ha previsto colocar montos mensuales promedio de S/. 192 millones¹⁴, no

¹³ Cabe señalar que, en el primer semestre de 2006 se logró definir puntos de referencias (Benchmark) en la curva de rendimiento en moneda local a tasa fija e indexada a la inflación.

¹⁴ Monto mensual que resulta de dividir el monto de los requerimientos financieros de 2007 entre 12 meses. Incluye la segunda vuelta.



**MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO**

obstante, dependiendo de la demanda de los inversionistas, se evaluará la frecuencia de emisiones y los montos de las mismas.

En caso se emitan nuevos instrumentos, el cronograma de pago de intereses y principal deberá ajustarse al orden que actualmente se viene estableciendo, es decir los meses de febrero y agosto.

4.4 Mejorar la capacidad de manejo de riesgos de los inversionistas

Se deberá continuar trabajando en la implementación de las operaciones de repos con los papeles del gobierno, salvando las dificultades de orden legal que estuvieran dificultando su uso. Asimismo, se evaluarán mecanismos que permitan utilizarlos de manera más activa y en mayor magnitud, como instrumentos que provean liquidez

4.5 Mejoras en los aspectos técnicos de negociación

El Ministerio de Economía y Finanzas, a través de los agentes económicos que participan en el mercado de títulos del gobierno, deberá propiciar la definición de un marco operativo que permita poner en práctica el sistema de pago contra entrega.

III. ANALISIS DE RIESGO DE LA DEUDA PUBLICA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO

1. SALDO ADEUDADO

Al 30 de junio de 2006, la deuda pública peruana de mediano y largo plazo alcanzó a US\$ 28 220 millones. El 78,1% de este total, corresponde a la deuda externa ascendente a US\$ 22 039 millones y el 21,9% remanente, lo constituye la deuda interna con US\$ 6 181 millones¹⁵.

A nivel de fuentes de financiamiento, los tenedores de bonos, han ido incrementando su participación de manera importante a cerca del 41,4%¹⁶, del total de la deuda pública, principalmente debido a la captación de recursos externos e internos para ejecutar operaciones de administración de deuda y financiar los requerimientos fiscales. La naturaleza de la actual estructura de obligaciones hace que su administración sea más viable en condiciones de mercado. (Ver Anexo N° 2 – Cuadro N° 1).

¹⁵ Este monto no coincide con el consignado en las publicaciones del BCRP, debido a que la Dirección Nacional del Endeudamiento Público (DNEP) registra el saldo adeudado por bonos de reconocimiento en términos de valor actualizado, de acuerdo a la metodología informada por la ONP.

¹⁶ Considera los bonos globales (externos) y los bonos soberanos (internos).



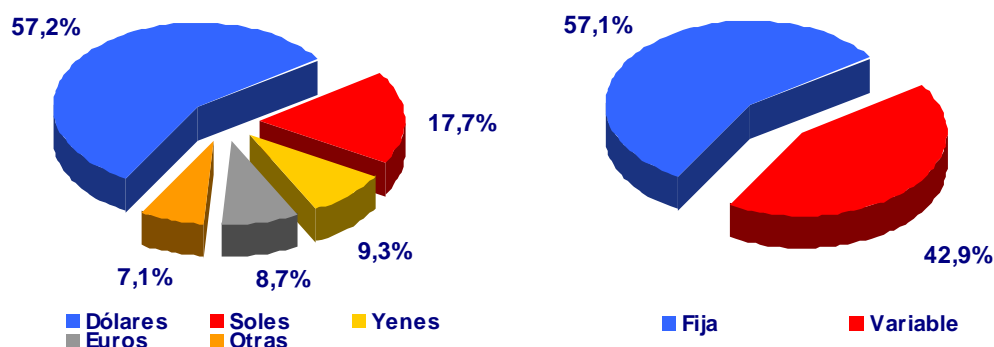
MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

2. RIESGO DE MERCADO

El 82,3% de la deuda está pactada en monedas extranjeras y el 17,7% en Nuevos Soles (Ver Anexo N° 2-Cuadro N° 2). Esta composición evidencia una exposición importante a la volatilidad de los tipos de cambio y constituye por tanto, la mayor fuente de vulnerabilidad. Sin embargo, este riesgo viene reduciéndose progresivamente desde el 2003 a la fecha gracias al impulso que se ha dado al desarrollo del mercado de capitales local, permitiendo incrementar la participación de los Nuevos Soles de 8,1% en el 2003 a 18,2% en 2006.

Por otra parte, la deuda pública en tasas variables alcanza el 42,9%, siendo la LIBOR en dólares americanos la tasa de mercado más representativa con el 16,7% del total. También destaca el grupo de tasas que son definidas directamente por los organismos multilaterales, que explican el 34,4% de las tasas variables (Ver Anexo N° 2-Cuadro N° 3).

Gráfico N° 3
Deuda pública:
Saldo adeudado por monedas y tasas 1_/
(En millones US\$)



Fuente: MEF – DNEP

1_/ No se considera deuda con la ONP por US\$ 1 631 millones.

Debe señalarse que a través de las operaciones de cobertura que se han venido realizando a partir de 2004, se ha logrado modificar sintéticamente la estructura de tasas de interés y de monedas del portafolio de deuda, mejorando cualitativamente su composición y llevándola a una posición de menor riesgo.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

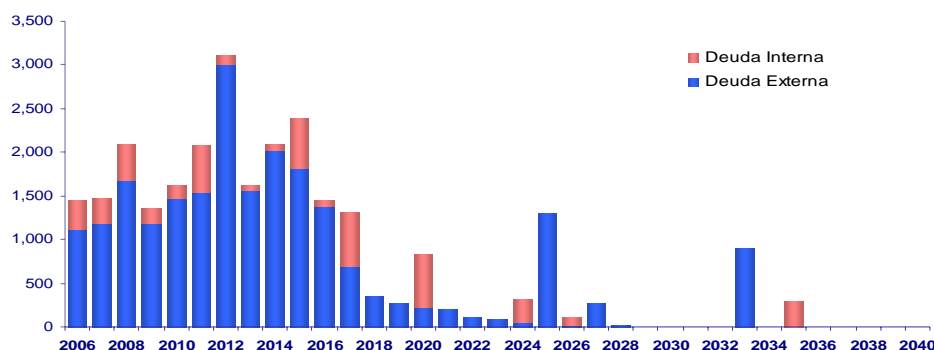
Cuadro N° 3
Efecto de las coberturas realizadas en el registro
de la deuda pública por tasas de interés y monedas

Tasas	Deuda Contractual	Deuda con Swaps	Diferencia
Tasas	100,0%	100,0%	
Fija	53,7%	61,1%	7,4%
Variable	46,3%	38,9%	-7,4%
Monedas	100,0%	100,0%	
Euro	9,2%	6,3%	-2,9%
Yen	8,7%	8,8%	0,0%
Soles	17,7%	18,2%	0,6%
Dólares	57,2%	59,6%	2,4%
Otros	7,1%	7,1%	0,0%

3. RIESGO DE REFINANCIAMIENTO

La vida media¹⁷ del portafolio total de deuda pública es de 8,4 años (8,2 años la externa y 9,5 años la interna) pudiendo considerarse relativamente extensa. Sin embargo, si se observa el perfil de vencimientos de los próximos 10 años, se aprecia aún una concentración importante de pagos, destacando por su magnitud los correspondientes a la deuda pública externa, principalmente destinados a la redención de los bonos globales 2008, 2012, 2014 y 2015.

Gráfico N° 4
Deuda pública: Amortizaciones por origen de la deuda
(En millones de US\$)



¹⁷ Expresa el plazo promedio ponderado (en años) en el que el prestatario debe reembolsar a sus acreedores las amortizaciones en términos nominales de los préstamos recibidos. Algunos soberanos utilizan la duración como indicador (5,5 años en el caso del Perú) que es una medida del tiempo promedio ponderado (en años) en el que el prestatario deberá reembolsar el flujo actualizado de pagos (amortización e intereses) comprometido. Sin embargo, la forma en la que este indicador se calcula, lo hace sensible a la evolución de las tasas de interés de mercado (posición de la curva de rendimiento), ya que, por definición, en la ponderación del tiempo se considera el valor presente del servicio de deuda. Un desplazamiento de la curva de rendimiento, manteniendo todo lo demás constante, generaría una caída o el incremento de la duración, no obstante, la vida media se mantendría inalterada. Por esta razón, creemos que este último indicador constituye una mejor alternativa para medir el plazo promedio de la deuda.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

IV.METAS CUANTITATIVAS DE LA ESTRATEGIA DE DEUDA 2007 - 2009

1. IMPACTO POTENCIAL DE LAS OPERACIONES QUE SE PREVEN IMPLEMENTAR

Considerando los riesgos del portafolio identificados, así como la orientación de la política de endeudamiento, a fin de cuantificar el impacto potencial de las acciones que se prevén implementar, se han simulado dos escenarios, uno pasivo y otro activo, sobre la base de los siguientes supuestos:

- En el escenario pasivo, sólo se incorporan los requerimientos financieros que corresponden al período, de acuerdo a las previsiones del MMM 2007-2009 Actualizado.
- En el escenario activo, además de considerar los requerimientos financieros, se implementarían idealmente todas las operaciones de administración de deuda previstas para lo que resta de 2006 y 2007 que permitirían mejorar los riesgos de mercado y refinanciamiento.
- Las condiciones del financiamiento que se contrataría para cubrir los requerimientos y para ejecutar las operaciones de manejo de pasivos serían aquellas consistentes con los objetivos definidos en este Programa.

Resultados

Los resultados de la simulación se evalúan a partir de la comparación del saldo adeudado y los indicadores de deuda.

El stock de deuda pública, se incrementa en ambos escenarios, durante el período de análisis, por efecto de la captación de los requerimientos financieros contemplados en el MMM 2007 - 2009 Actualizado. Bajo los lineamientos de la estrategia, las operaciones de administración de pasivos no incrementan el saldo adeudado, sino lo reducen, en el óptimo, cuando debido a la naturaleza de la transacción se cancela una obligación contrayendo financiamiento por un monto menor.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Cuadro N° 4
Deuda pública de mediano y largo plazo: Indicadores de deuda 1_/

	Jun 2006	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009
Escenario Pasivo					
Saldo Adeudado (MM de US\$)	28 188	28 952	29 216	29 314	29 716
Vida Media (en años)	8,40	8,33	7,99	8,25	8,16
VMRT (en años) 2_/	6,15	6,13	5,86	6,14	6,05
Tasa Equivalente (%) 3_/	7,13	7,03	6,98	7,03	6,89
Escenario Activo					
Saldo Adeudado (MM de US\$)	28 188	28 862	29 126	29 224	29 626
Vida Media (en años)	8,40	9,52	10,04	10,22	10,06
VMRT (en años)	6,15	7,78	8,44	8,57	8,34
Tasa Equivalente (%)	7,13	6,81	6,76	6,84	6,75

Fuente : DNEP - MEF

1_/ No considera los bonos de la ONP.

2_/ Es el plazo promedio en el cual se va a fijar nuevas tasas para la deuda pública.

3_/ Permite homogenizar a una tasa de referencia (en nuestro caso dólares), las tasas de los créditos pactados en diferentes monedas, con el fin de comparar costos financieros, independientemente de la moneda.

Como se observa, la ejecución de las operaciones de administración de deuda que se prevé realizar tendría en general, un impacto positivo en los indicadores del portafolio (Ver Cuadro N° 4 y Anexo N° 2-Cuadros N° 4 y 5). La **vida media**, se incrementaría de manera sustancial hasta 10,06 años, en la medida que la estrategia supone que el nuevo financiamiento que se contrataría para reemplazar obligaciones antiguas sería a plazos mayores. El contexto favorable, permitiría que la República pueda acceder al financiamiento para cubrir sus requerimientos fiscales y el de las operaciones de administración de deuda a costos competitivos, con lo cual la **tasa equivalente** mantendría niveles estables en el tiempo (alrededor de 6,8% en promedio), a pesar del incremento de la vida media que, en otro escenario, podría implicar que se asuman costos mayores. El plazo promedio en años para fijar nuevas tasas a la deuda (**VMRT¹⁸**), otorgaría un margen holgado de tiempo para seguir realizando operaciones de manejo de pasivos en el futuro, a fin de poder ir reemplazando gradualmente nuestras obligaciones tomando ventaja de las oportunidades que pueda ofrecer el mercado.

La **estructura por monedas** mostraría un aumento importante de la participación de los Nuevos Soles en el portafolio, que iría a la par de una significativa disminución de los dólares americanos. Esta recomposición, es coherente con uno de los objetivos principales del Programa, que es el de fortalecer el mercado de títulos de deuda soberana, a fin de que sustituya progresivamente al financiamiento externo, permitiendo así un mejor calce de activos y pasivos que reducirá la vulnerabilidad de las finanzas públicas. (Ver Cuadro N° 5 y Anexo N° 2-Cuadros N° 6 y 7).

¹⁸ Si toda la deuda estuviera pactada a tasa fija su valor coincidiría con el indicador de vida media; por el contrario, si toda la deuda estuviera contratada a tasas variables su valor sería igual al promedio ponderado de los plazos de dicha deuda.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Cuadro N° 5
Deuda pública de mediano y largo plazo:
Composición del portafolio por monedas 1_/

	Jun 2006	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009
Escenario Pasivo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dólares	59,6%	58,6%	58,0%	58,2%	58,2%
Soles	18,2%	19,4%	21,3%	22,7%	24,7%
Yen	8,8%	9,4%	9,1%	8,6%	7,7%
Euro	6,3%	6,1%	5,9%	5,6%	5,3%
Otros	7,1%	6,5%	5,6%	4,9%	4,1%
Escenario Activo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dólares	59,6%	50,6%	50,9%	51,5%	52,0%
Soles	18,2%	27,3%	31,1%	32,1%	33,5%
Yen	8,8%	9,5%	8,9%	8,4%	7,5%
Euro	6,3%	6,1%	3,8%	3,5%	3,3%
Otros	7,1%	6,5%	5,3%	4,5%	3,7%

Fuente : DNEP - MEF

1_/ Considera los bonos de la ONP.

Nota: Las diferencias en los porcentajes totales con la suma de los parciales se explican por redondeo

Respecto a la **estructura por tasas de interés**, en el Cuadro N° 6 (Anexo N° 2- Cuadros N° 8 y 9) se aprecia que las operaciones de administración de deuda, privilegiarían significativamente al componente a tasa fija, en línea con el propósito de contar con flujos predecibles que permitan una mejor programación del presupuesto del servicio de deuda.

Cuadro N° 6
Deuda pública de mediano y largo plazo: Composición del portafolio
por tasas de interés 1_/

	Jun 2006	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009
Escenario Pasivo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Fija	58,7%	59,4%	59,9%	59,8%	59,2%
VAC	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,8%
Variable	38,9%	38,3%	37,8%	37,9%	38,0%
Escenario Activo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Fija	58,7%	65,7%	68,6%	68,7%	67,7%
VAC	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,8%
Variable	38,9%	32,0%	29,1%	29,0%	29,4%

Fuente : DNEP - MEF

1_/ No considera los bonos de la ONP.

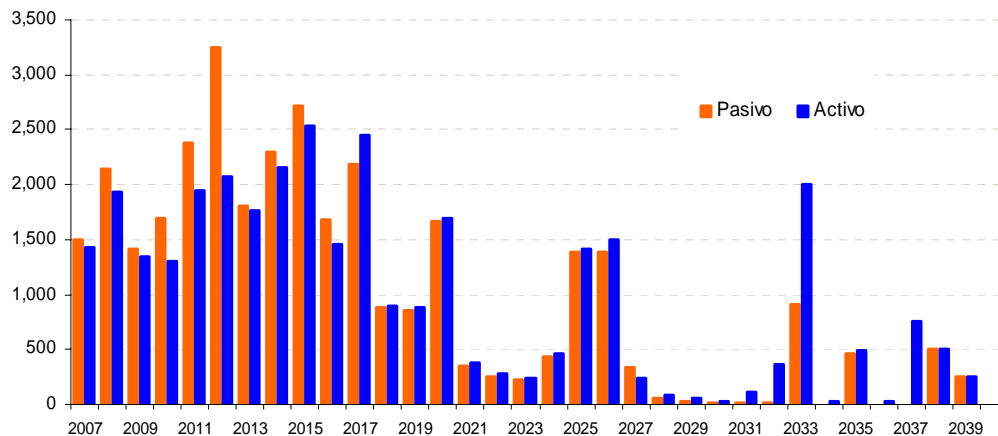
Nota: Las diferencias en los porcentajes totales con la suma de los parciales se explican por redondeo

Como resultado de las acciones que se prevén adoptar en materia de administración de deuda, se lograría asimismo suavizar el **perfil de amortizaciones** de los próximos años reduciendo el riesgo de refinanciamiento (Ver Gráfico N° 5).



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Gráfico N° 5
Perfil de amortizaciones
(En millones de US\$)



Los dos escenarios planteados simulan los probables resultados de situaciones extremas entre una administración inercial (sólo cubriendo los requerimientos financieros) y otra proactiva del portafolio de deuda (realizando operaciones de manejo de pasivos). A partir de ellos se ha intentado definir rangos con valores mínimos y máximos para las diferentes variables, que servirán como parámetros referenciales. Se han considerado los valores intermedios de los rangos para definir algunas metas que se tratarán de alcanzar al culminar el año 2007, sin perjuicio de buscar acercarse, en la medida de lo posible, a sus niveles máximos.

Debe subrayarse que la probabilidad de llegar a dichas metas dependerá de las condiciones del mercado y la viabilidad de ejecutar las operaciones proyectadas,

Cuadro N° 7
Metas cuantitativas referenciales al cierre de 2007

Concepto	Diciembre 2007
Proporción de Nuevos Soles en el portafolio	> 26%
Porcentaje de deuda a tasa fija	> 64%
Vida Media (años)	> 9

2. CUANTIFICACION DE LOS RIESGOS DE MERCADO

2.1 Efectos en el saldo adeudado

El cambio favorable de la composición de la deuda, elevando el segmento de moneda local y, disminuyendo, principalmente, la parte correspondiente en dólares americanos, yenes y euros, reduciría la vulnerabilidad de la deuda pública a shocks desfavorables de los tipos de cambio. En efecto, en el Cuadro N° 8 se observa que si tomamos como punto de partida la composición al 30 de



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

junio de 2006 y como moneda de referencia el Nuevo Sol, a lo largo del tiempo se prevé una reducción continua de los posibles efectos que tendrían sobre el saldo de deuda, un escenario de apreciación de 1% de las principales monedas externas. Como se puede apreciar, en el escenario activo, en el que se realizan la totalidad de las operaciones de administración de deuda proyectadas, la disminución del riesgo es aún mayor.

Cuadro N° 8
Disminución del riesgo cambiario¹⁹
por recomposición del saldo adeudado
(Apreciación de 1% de las monedas externas)
(En millones de Nuevos Soles)

	Jun 2006	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009
Escenario Pasivo	44	50	61	68	80
Escenario Activo	44	125	151	153	161

Fuente: DNEP - MEF

2.2 Efecto en el servicio de deuda

Según el modelo de Servicio en Riesgo (SeR²⁰), se estima que, con un nivel de confianza de 95%, en el escenario activo, el servicio de deuda sería como máximo de S/. 10 766 millones, alrededor de S/. 324 millones menor que en el escenario pasivo.

Esto se explica porque, en el escenario activo, se sustituye deuda en moneda extranjera por moneda local (lo cual implica un menor *riesgo* por S/. 53 millones), así como por un alivio en los pagos (S/. 271 millones). Cabe indicar que, este riesgo de mercado es consecuencia de la variación conjunta de los tipos de cambio y de las tasas de interés variables de mercado, y se calcula considerando como moneda de referencia el Nuevo Sol.

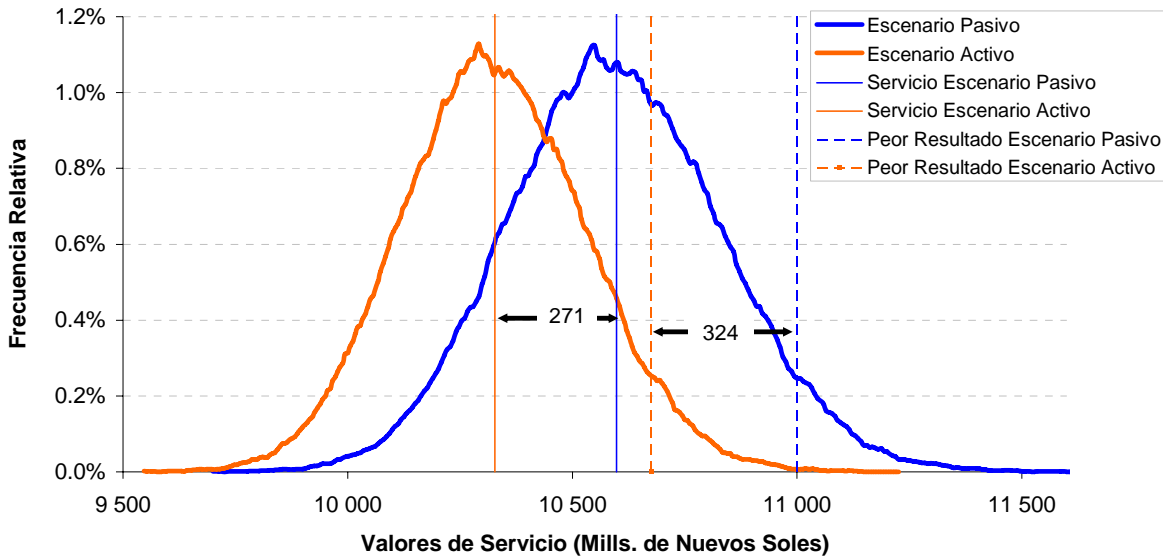
¹⁹ La estimación toma como moneda de referencia el Nuevo Sol y considera sólo las principales monedas externas, el dólar americano, el yen y el euro. Se procede en cinco pasos. Primero: para cada una de las fechas de corte, se calculan los montos en moneda original asumiendo que se mantiene la composición al 30 de junio de 2005. Segundo: se obtiene la diferencia de los montos verdaderos con los ficticios generados para cada una de las monedas en el paso 1. Tercero: se considera una apreciación del dólar de 1% y -vía tipo de cambio cruzado- del euro del 1% y del yen del 1%, respecto del Nuevo Sol, y se aplica éstas a los montos obtenidos en el paso 2. Cuarto: los resultados obtenidos en el paso anterior se convierten a dólares al tipo de cambio inicial, antes de la apreciación. Quinto: se suman los valores obtenidos en el paso cuatro para hallar los valores totales para cada una de las fechas de corte.

²⁰ Este modelo asume que cada una de las tasas de interés variables y los tipos de cambio siguen una variante del proceso geométrico browniano, y que están correlacionados entre sí. A partir de esta premisa, se genera un número adecuado de simulaciones de Monte Carlo de posibles trayectorias conjuntas de estas variables con las que se construye una distribución del servicio acumulado de deuda en el período elegido. El **riesgo** es la diferencia entre el **percentil** elegido (al nivel de confianza correspondiente) de esta distribución y el **promedio** de los servicios simulados.



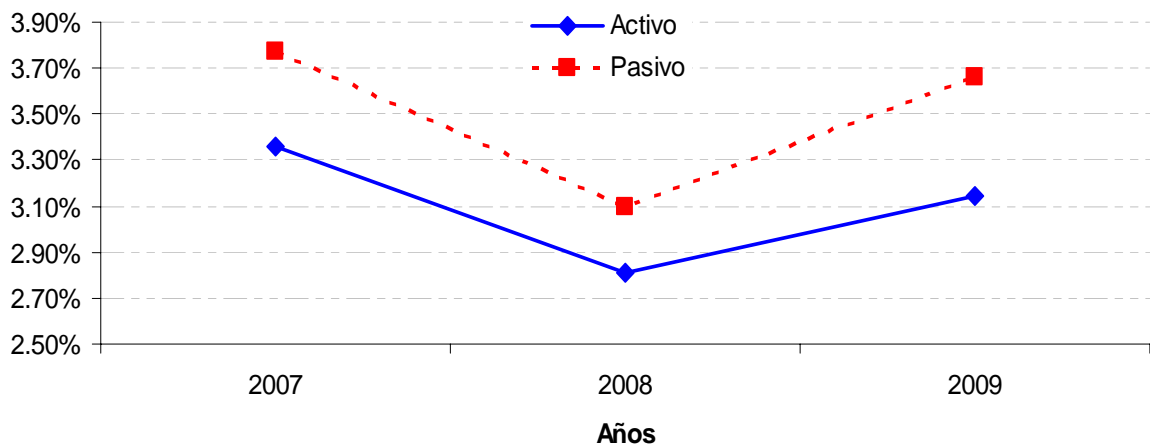
MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Gráfico N° 6
Densidad del servicio de deuda para el año 2007



En el Gráfico N° 7 se compara el riesgo de mercado de los escenarios activo y pasivo, dividiendo el *riesgo* obtenido para cada año entre el servicio correspondiente (*riesgo relativo*). Se observa que este indicador es menor en 0,4% en promedio (alrededor de S/. 46 millones) en el escenario activo, lo cual se explica por la sustitución de pagos del servicio de deuda con moneda local en estos años. La reducción observada en el año 2008, en ambos escenarios, se debe a un mayor servicio en Nuevos Soles, particularmente por la redención de bonos soberanos que vencerán en dicho año.

Gráfico N° 7
Riesgo relativo del servicio anual





MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

V. OTROS TEMAS RELACIONADOS CON EL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

1. MONITOREO DE DEUDA DE GOBIERNOS REGIONALES Y LOCALES

Se han establecido parámetros que deberán observar los Gobiernos Regionales y Locales para gestionar la nueva deuda que pretendan contratar, sin recortar su autonomía. Para tal fin, se viene implementando un sistema de monitoreo de la deuda de estos Gobiernos que les proporcione información y ayuda técnica, así como también a otras dependencias. Con ese propósito, durante el año 2006 se ha diseñado un módulo informático en el SIAF para el registro del endeudamiento de dichas entidades que ha sido instalado en un primer grupo, comprendido por los Gobiernos Regionales y una muestra de Gobiernos Locales a nivel nacional, iniciándose asimismo la capacitación en temas de deuda y en el uso del módulo.

Para el 2007, se continuará realizando este proceso con la meta de que su instalación y capacitación culminen completamente en el año 2008.

2. CONCESIONES

En materia de concesiones, se seguirá cautelando que las garantías a ser otorgadas o contratadas por el Gobierno Nacional se encuentren dentro de los límites establecidos por las Leyes Anuales de Endeudamiento; que los flujos anuales de dichos compromisos financieros no excedan de 0,5% del Producto Bruto Interno por año; y se emitirá opinión sobre las bases para la subasta de un proyecto o programa que sea materia de concesión y que cuente con alguna garantía.

Para el año fiscal 2007 se tiene previsto asignar US\$ 550 millones para contratar y otorgar garantías, en el marco del proceso de la inversión privada y concesiones, para fines del Programa Costa Sierra, Infraestructura de Riego Olmos, IIRSA Centro, Proyecto Majes Sigvas II Etapa.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

ANEXO Nº 1

EVALUACION DE LOS AVANCES DE LA ESTRATEGIA DE DEUDA DURANTE EL PERIODO JUNIO 2005 – JUNIO 2006

Desde junio 2005 al primer semestre de 2006, se han venido logrando avances en la aplicación de la estrategia definida para el período 2006-2008, los mismos que además de mitigar los riesgos asociados al portafolio de deuda vienen permitiendo reducir las necesidades de nuevo endeudamiento para los próximos años contribuyendo así a mejorar la percepción de riesgo de los agentes económicos y acercándonos a la meta de obtener el grado de inversión²¹.

1. OPERACIONES DE ADMINISTRACION DE DEUDA

Durante el período de análisis se realizaron dos prepagos a valor nominal a los acreedores agrupados en el Club de París y JAPECO (en dos tramos) por un total de US\$ 2 398 millones. Dichas operaciones además de reducir la presión del servicio de deuda sobre la caja fiscal, así como la necesidad de recurrir a nuevo endeudamiento para atenderlas, han logrado extender sus vencimientos. Asimismo, al ser financiadas con emisiones en el mercado local, incrementaron la participación de las obligaciones domésticas en moneda nacional en el portafolio de deuda total.

Paralelamente, con el propósito de reducir el riesgo de mercado, se realizaron dos operaciones de cobertura por un total de US\$ 961 millones, una de tasa variable a fija en dólares por US\$ 811 millones y otra por US\$ 150 millones de tasa variable en dólares a tasa fija en Nuevos Soles. De esta manera se contará con flujos de pago predecibles para efectos de la programación del servicio de deuda.

También se implementaron intercambios de deuda pública, por un total de US\$ 954 millones correspondientes a bonos locales. Estas obligaciones, muchas de las cuales vencían en años próximos, fueron canjeadas por títulos de deuda que en su mayor parte redimirán a partir de 2010 en adelante, permitiendo reducir la presión de pagos sobre la caja fiscal e incrementar la vida media de la deuda.

Los avances logrados en la gestión de la deuda pública, se reflejan en la estructura del portafolio de deuda total, así como en sus indicadores (Ver Cuadro Nº 1):

²¹ Standard & Poors mejoró la calificación de la deuda en moneda extranjera de mediano y largo plazo de BB- a BB en junio de 2004 y Fitch acaba de mejorar en agosto de 2006 la calificación de BB a BB+.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Cuadro N° 1
Impacto de las operaciones de administración de deuda

Concepto	Avance	30.06.05	30.06.06
Participación de la deuda interna en el portafolio (en %)	↑	17,1	22,0
Proporción de la deuda en Nuevos Soles (en %)	↑	12,1	18,2
Porcentaje de deuda a tasa variable (en %)	↓	47,2	38,9
Vida media del portafolio (en años)	↑	7,42	8,40

Fuente: MEF-DNEP

Finalmente, durante el período se logró rebajar el stock de deuda por alrededor de US\$ 125 millones y se obtuvo alivios en el pago de amortizaciones para los años 2006 – 2009 del orden de US\$ 480 millones en promedio anual (Ver Cuadros N° 2 y 3).

Cuadro N° 2
Reducción de stock generado por las operaciones de reperfilamiento
(En millones de US\$)

Operación / Año	Monto
Intercambio Bonos D.U. 108-2000 (Tramo II) (2005)	13
Intercambio Bonos D.S. 072-2006 (2006)	89
Prepago JAPECO (Tramo I y II) (2005 – 2006)	23
TOTAL	125

Fuente: MEF-DNEP

Cuadro N° 3
Alivio en amortizaciones de deuda pública 2005 - 2009
(En millones de US\$)

Operación / Año	2005	2006	2007	2008	2009
Intercambio Bonos D.U. 108-2000 (Segundo Tramo)	119	-	-	-	-
Intercambio Bonos D.S. 072-2006	-	5	105	-	115
Prepago al Club de París	106	345	359	367	378
Prepago a JAPECO (Tramo I y II)	-	36	68	69	78
ALIVIO TOTAL	487	386	532	436	571

Fuente: MEF-DNEP



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

2. DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALS

En el marco del Programa de Creadores de Mercado, durante el período de análisis se han obtenido los siguientes logros:

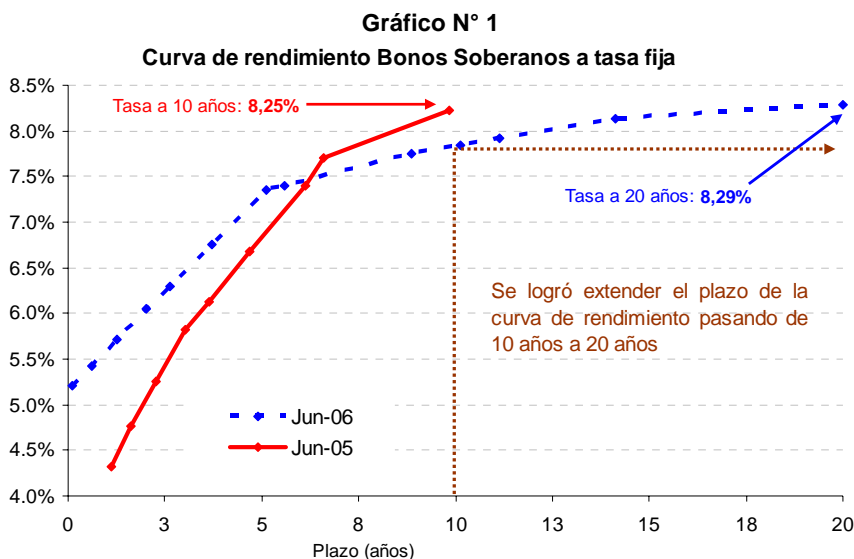
2.1 Extensión de los plazos

Se incrementó el plazo máximo de vencimiento de los bonos soberanos a tasa fija de 10 años a 20 años. Los bonos soberanos a tasa VAC mantuvieron su plazo máximo de vencimiento (29 años).

La extensión de la curva de rendimiento se produjo en un contexto en el que las tasas de interés de largo plazo²² disminuían y las de corto plazo, específicamente la tasa de referencia del BCRP se elevaba en 150 pbs²³, reflejándose en la pendiente de la curva de rendimiento²⁴, que disminuyó de 245 pbs. a 137 pbs. (Ver Gráfico N° 1)

2.2 Definición de puntos de referencia e incremento de la liquidez

El nivel de liquidez aumentó debido a la mayor participación de los bonos en el financiamiento de las necesidades fiscales y al manejo de pasivos de la deuda pública. Los montos promedio mensuales de negociación se incrementaron de S/. 549 millones a S/. 907 millones²⁵.



Un paso importante para consolidar la curva de rendimiento de bonos soberanos y dotar de mayor monto en circulación a los títulos y por ende liquidez, fue la definición de puntos estratégicos de referencia (seis a tasa fija y 2 a tasa VAC). Con este propósito, se realizó un canje para retirar

²² Mayores a 7 años.

²³ De 3,0% a 4,5%.

²⁴ La pendiente de la curva se mide en pbs. y se obtiene de la diferencia de los rendimientos de un bono a 10 años y 3 años.

²⁵ En base a períodos anuales correspondientes a julio 2004 – junio 2005 y julio 2005 – junio 2006.



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

algunas series de bonos, a cambio de los definidos como benchmark, lo cual ha implicado que la mayor parte de las series escogidas cuenten con saldos adeudados que oscilan entre US\$ 400 millones y US\$ 600 millones.

Cuadro N° 4
Serie de bonos benchmark

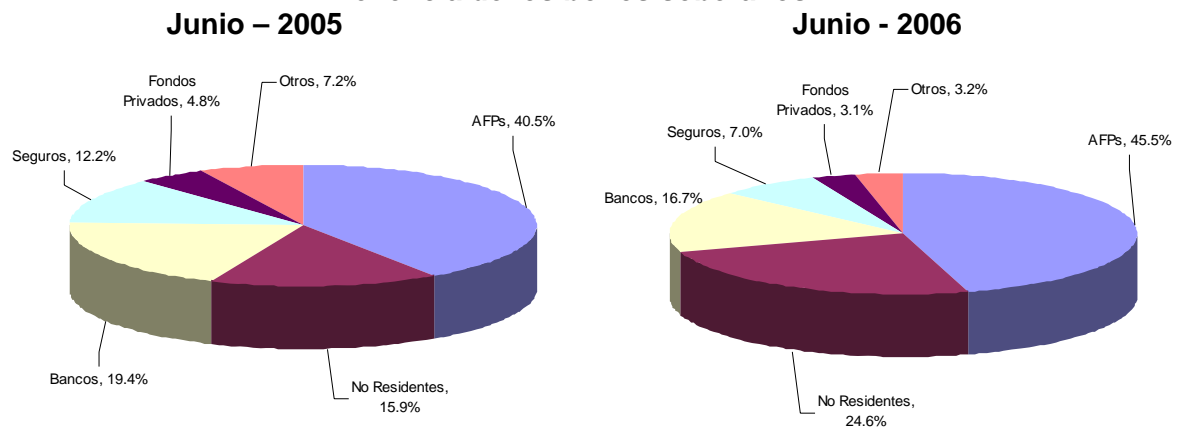
Serie del Bono	Monto (S/. millones)	Vida media (años)	Duración (años)
Tasa Fija			
09-Jul-08	854	2,03	1,74
10-Ago-11	1 372	5,11	3,73
05-May-15	1,272	8,85	6,14
12-Ago-17	1,912	11,12	7,08
12-Ago-20	1 971	14,12	8,33
12-Ago-26	379	20,12	9,76
Tasa VAC			
13-Oct-24	795	18,29	9,30
31-Ene-35	911	28,58	10,93

Fuente: MEF – DNEP

2.3 Ampliación de la base de inversionistas

Se amplió de manera significativa la base de inversionistas, lo cual contribuyó a desconcentrar la tenencia de los títulos. Destaca el incremento de la participación de los no residentes, que pasaron del 15,9% del total al 24,6%. En un contexto de estabilidad macroeconómica, la creciente participación de estos inversionistas crea el clima propicio para seguir extendiendo los plazos de los papeles de deuda, así como reducir el costo de financiamiento. (Gráfico N° 2)

Gráfico N° 2
Tenencia de los bonos soberanos





MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

2.4 Mercado local como fuente alternativa de fondeo

Mediante la emisión de bonos soberanos se cubrió parte de los requerimientos financieros, así como alrededor del 48% de los recursos necesarios para implementar las operaciones de prepago de deuda. De esta manera se logró sustituir parte de la deuda pública denominada principalmente en dólares, euros y yenes, por Nuevos Soles a tasa fija.

Cuadro N° 5
Financiamiento utilizado para ejecutar las operaciones de prepago

Prepago	Monto (millones de US\$)	Participación bonos soberanos	Monto emitido	
			Millones S/.	Millones US\$
Club de París	1 555	52%	2 619	805
JAPECO (Tramo I y II)	843	41%	1 164	343
Total	2 398	48%	3 783	1 148

Fuente: MEF – DNEP



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

ANEXO Nº 2

Cuadro Nº 1
Deuda pública: Saldo adeudado
por fuente de financiamiento
 (En millones de US\$)

Fuente Financiera	Monto	%
DEUDA EXTERNA	22 039	100,0
Bonos	8 410	38,2
Organismos Multilaterales	7 767	35,2
Club de París	5 746	26,1
Otros	116	0,5
DEUDA INTERNA	6 181	100,0
Bonos	5 252	85,0
- ONP	1 631	26,3
- Soberanos	3 265	52,8
- Otros	355	5,7
Créditos	929	15,0
SALDO ADEUDADO TOTAL	28 220	

Fuente: MEF – DNEP

Cuadro Nº 2
Deuda pública:
Saldo adeudado por monedas
 (En millones US\$)

Monedas	Monto	%
Deuda Externa	22 039	100,0%
Dólares	14 963	67,9%
Euro	2 610	11,8%
Yen	2 466	11,2%
Otros	2 000	9,1%
Deuda Interna	6 181	100,0%
Sóles	4 991	80,7%
Dólares	1 190	19,3%
Deuda Total	28 220	

Fuente: MEF – DNEP



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Cuadro Nº 3
Deuda pública:
Saldo adeudado por tasas de interés
(En millones US\$)

Tasas	Monto	%
DEUDA EXTERNA	22 039	100,0%
Fija	11 674	53,0%
Variable	10 365	47,0%
- LIBOR	3 539	16,0%
- Canasta de monedas	3 483	15,8%
- Otras	3 343	15,2%
DEUDA INTERNA ^{1/}	4 550	100,0%
Fija	3 508	77,1%
Variable	1 042	22,9%
- LIBOR	927	20,4%
- Otras	115	2,5%
SALDO ADEUDADO ^{1/}	26 589	

Fuente: MEF – DNEP

1_/ No se considera deuda con la ONP por US\$ 1 631 millones.

Cuadro Nº 4
Deuda pública externa e interna de mediano y largo plazo: Indicadores
de evaluación de riesgos de refinanciamiento y de mercado – escenario pasivo

	Jun 2006	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009
Deuda Externa					
Saldo Adeudado (MM de US\$)	22 007	22 378	22 200	21 994	21 844
Duración (en años)	5,56	5,47	5,21	5,24	4,98
Vida Media (en años)	8,18	7,97	7,52	7,76	7,33
VMR (en años)	5,64	5,44	4,99	5,20	4,70
Tasa Equivalente (%)	7,15	7,11	7,07	7,18	7,19
Deuda Interna ^{1/}					
Saldo Adeudado (MM de US\$)	6 181	6 574	7 016	7 320	7 872
Duración (en años)	5,11	5,31	5,32	5,56	5,61
Vida Media (en años)	9,50	9,99	9,94	10,99	11,08
VMR (en años)	8,64	9,28	9,44	9,82	10,83
Tasa Equivalente (%)	6,99	6,70	6,62	6,33	5,94

Fuente : DNEP - MEF

1_/ No considera los bonos de la ONP



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Cuadro Nº 5
Deuda pública externa e interna de mediano y largo plazo: Indicadores de evaluación de riesgos de refinanciamiento y de mercado – escenario activo

	Jun 2006	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009
Deuda Externa					
Saldo Adeudado (MM de US\$)	22 007	21 721	21 153	20 892	20 686
Duración (en años)	5,56	5,75	5,85	5,90	5,72
Vida Media (en años)	8,18	8,95	9,43	9,68	9,28
VMR (en años)	5,64	6,80	7,41	7,62	7,09
Tasa Equivalente (%)	7,15	7,27	7,25	7,36	7,39
Deuda Interna 1_/					
Saldo Adeudado (MM de US\$)	6 181	7 141	7 974	8 333	8 940
Duración (en años)	5,11	5,87	5,94	6,10	6,06
Vida Media (en años)	9,50	11,75	12,07	11,79	12,32
VMR (en años)	8,64	11,71	12,06	11,92	12,32
Tasa Equivalente (%)	6,99	4,99	5,11	6,19	4,95

Fuente : DNEP - MEF

1_/ No considera los bonos de la ONP

Cuadro Nº 6
Deuda pública externa e interna de mediano y largo plazo: Composición por monedas – escenario pasivo

	Jun 2006	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009
Deuda Externa	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dólares	70,9%	70,8%	72,2%	74,0%	76,2%
Yen	11,2%	12,2%	12,0%	11,4%	10,5%
Euro	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%	7,2%
Otros	9,8%	9,0%	8,0%	7,1%	6,0%
Deuda Interna	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Nuevos Soles	80,7%	83,0%	86,9%	89,5%	92,0%
Dólares	19,3%	17,0%	13,1%	10,5%	8,0%

Fuente : DNEP - MEF

1_/ Considera los bonos de la ONP

Nota: Las diferencias en los porcentajes totales con la suma de los parciales se explican por redondeo



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Cuadro N° 7
Deuda pública externa e interna de mediano y largo plazo:
Composición por monedas – escenario activo

	Jun 2006	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009
Deuda Externa	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dólares	70,9%	65,4%	68,7%	71,0%	73,8%
Nuevos Soles	0,7%	3,9%	3,7%	3,4%	3,1%
Yen	11,2%	12,6%	12,3%	11,7%	10,8%
Euro	8,1%	8,2%	5,2%	5,0%	4,7%
Otros	9,1%	10,0%	10,1%	8,9%	7,6%
Deuda Interna	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Nuevos Soles	80,7%	94,5%	96,5%	97,4%	98,3%
Dólares	19,3%	5,5%	3,5%	2,6%	1,7%

Fuente : DNEP - MEF

1_/ Considera los bonos de la ONP

Nota: Las diferencias en los porcentajes totales con la suma de los parciales se explican por redondeo

Cuadro N° 8
Deuda pública externa e interna de mediano y largo plazo:
Composición por tasas de interés – escenario pasivo

	Jun 2006	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009
Deuda Externa	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Fija	57,8%	57,5%	56,5%	55,2%	53,5%
Variable	42,2%	42,5%	43,5%	44,8%	46,5%
Deuda Interna	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Fija	63,2%	67,6%	73,8%	77,6%	79,2%
VAC	13,9%	12,8%	11,8%	11,1%	12,8%
Variable	22,9%	19,6%	14,5%	11,3%	8,1%

Fuente : DNEP - MEF

1_/ No considera los bonos de la ONP

Nota: Las diferencias en los porcentajes totales con la suma de los parciales se explican por redondeo



MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS
DIRECCION NACIONAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Cuadro N° 9
Deuda pública externa e interna de mediano y largo plazo:
Composición por tasas de interés – escenario activo

	Jun 2006	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009
Deuda Externa	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Fija	57,8%	61,0%	62,9%	62,1%	60,3%
Variable	42,2%	39,0%	37,1%	37,9%	39,7%
Deuda Interna	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Fija	63,2%	84,1%	87,9%	89,4%	88,8%
VAC	13,9%	11,5%	10,0%	9,4%	10,9%
Variable	22,9%	4,4%	2,1%	1,2%	0,3%

Fuente : DNEP - MEF

1_/ No considera los bonos de la ONP

Nota: Las diferencias en los porcentajes totales con la suma de los parciales se explican por redondeo