



PERÚ

Ministerio de  
Economía y Finanzas

Viceministerio de  
Hacienda

Dirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

**"DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES"  
"AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL"**

# **ESTRATEGIA DE GESTIÓN INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS 2019 - 2022**



PERÚ

Ministerio de  
Economía y Finanzas

Viceministerio de  
Hacienda

Dirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

## **MINISTRO DE ECONOMÍA Y FINANZAS**

Carlos Augusto Oliva Neyra

## **VICEMINISTRA DE HACIENDA**

Betty Armida Sotelo Bazán

## **DIRECTOR GENERAL DE ENDEUDAMIENTO Y TESORO PÚBLICO**

Jorge Enrique Siu Rivas

## **DIRECTOR DE ANÁLISIS Y ESTRATEGIA**

Eduardo Alfonso Olavegoya Hurtado

## **EQUIPO TÉCNICO**

Fernando Figueroa Manrique

Malcolm Stewart Robles

Ángel Polo Rodríguez

María Bedoya Palomino

Yoselyn Granda Vizcarra

Pedro Portocarrero Moreno

Albert Chávarri Balladares

Carlos Japay Robles

## **INFORMACIONES**

### **Oficina de Relaciones con Inversionistas**

Teléfono (511) 311-5933

Correo electrónico: [inversionistas@mef.gob.pe](mailto:inversionistas@mef.gob.pe)

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

### **Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público**

Teléfono (511) 311-5930 anexo 2802

Jr. Junín 319, piso 8° Lima 1 – Perú

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

30 de noviembre del 2018



PERÚ

Ministerio de  
Economía y Finanzas

Viceministerio de  
Hacienda

Dirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”

## Mensaje del Ministro de Economía y Finanzas

La Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos, en su sexto año, se ha constituido en un instrumento de gestión financiera para la toma de decisiones relacionadas con la gestión de los activos y pasivos financieros del Sector Público No Financiero; en la medida en que ha dictado los lineamientos que han permitido orientar las finanzas públicas; para la priorización del financiamiento de proyectos de inversión con fondos provenientes de las subastas de títulos del Tesoro; para la consolidación del mercado de valores de deuda pública local con mayor profundidad, liquidez y competencia; y para la obtención de mayores rendimientos en los activos financieros del Estado.

Otros logros de la Estrategia están referidos a la ejecución de operaciones de administración de deuda para mitigar riesgos de refinanciamiento y descalces cambiarios; la expansión de la base de inversionistas con la implementación gradual de la plataforma *Euroclear*, que permite al inversionista extranjero mayor acceso a bonos peruanos en soles; los avances en la centralización de los recursos en la Cuenta Única del Tesoro; el registro de información financiera y contable por parte de las entidades públicas en el Módulo de Instrumentos Financieros; y medidas para exigir a las entidades de los tres niveles de Gobierno, mayor precisión y predictibilidad en su programación de gastos.

El 2018 se ha presentado difícil para los mercados financieros internacionales, debido a las tensiones comerciales que han tenido un impacto negativo en los precios internacionales de las materias primas; el endurecimiento de las condiciones financieras en las economías avanzadas con alzas en las tasas de interés; la expansión económica menos uniforme; y las crisis cambiarias en Turquía y Argentina.

Asimismo, en las economías emergentes aún se pueden observar condiciones financieras mixtas con subidas de tasas de interés en México, Filipinas, Indonesia, India, y República Checa, y reducción de tasas de interés en Perú, Colombia, Chile, y Brasil. Igualmente, el Fondo Monetario Internacional considera que con el panorama internacional actual, con riesgos a la baja en el corto y mediano plazo, Latinoamérica tendrá la mayor dificultad para su crecimiento. Debido a ello, el FMI recomienda a los países emergentes tener entre sus prioridades de política económica, la necesidad de reforzar la resiliencia, por medio de una combinación adecuada de políticas fiscales, monetarias, cambiarias y prudenciales para atenuar la vulnerabilidad frente al empeoramiento de las condiciones financieras mundiales, los fuertes movimientos cambiarios y las reversiones de los flujos de capital.

En ese contexto, se hace imprescindible un manejo más eficiente de los recursos del Gobierno de manera que se traduzca en menores costos y riesgos de financiamiento. Para lograr este objetivo se necesita identificar las necesidades de financiamiento de manera oportuna y certera; identificar saldos acumulados no utilizados de las entidades públicas; fortalecer la fungibilidad y la prelación de las fuentes de financiamiento que promueva el uso de saldos acumulados; y mejorar la predictibilidad de los flujos de ingresos y gastos, y de la ejecución de los proyectos.

Finalmente, los retos que se presentan en la Estrategia están relacionados con la mejora en la gestión de los fondos públicos para el financiamiento del presupuesto; el acceso y la oportunidad de obtener información financiera de calidad, proveniente de las entidades del SPNF; y continuar fortaleciendo el mercado de valores de deuda pública.

Carlos Augusto Oliva Neyra  
Ministro de Economía y Finanzas del Perú



PERÚ

Ministerio de  
Economía y Finanzas

Viceministerio de  
Hacienda

Dirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”

## CONTENIDO

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b> .....	2
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	5
<b>I. SITUACIÓN ACTUAL</b> .....	6
1.1. Activos financieros .....	6
1.2. Pasivos financieros .....	9
<b>II. LINEAMIENTOS PARA LA GESTIÓN INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS</b> .....	13
<b>III. ESTRATEGIA 2019-2022</b> .....	17
3.1. Retos planteados para el período .....	17
3.2. Acciones estratégicas.....	18
3.3. Metas estratégicas cuantitativas referenciales para el año 2019 y 2022....	20
<b>IV. ENDEUDAMIENTO DEL SPNF</b> .....	20
4.1. Necesidades de financiamiento del SPNF .....	21
4.2. Fuentes de financiamiento del SPNF .....	21
4.2.1. Bonos soberanos .....	22
4.2.2. Bonos globales .....	22
4.2.3. Créditos con organismos multilaterales y bilaterales .....	23
<b>ANEXO 1: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro 2019</b> .....	24
<b>ANEXO 2: principales logros obtenidos en relación a los retos fijados en la EGIAP 2018-2021</b> .....	25
<b>ANEXO 3: visión de largo plazo</b> .....	27
<b>ANEXO 4: escenarios y proyecciones sobre indicadores de deuda del SPNF</b> .....	30



## RESUMEN EJECUTIVO

La Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos (EGIAP)<sup>1</sup> plantea los lineamientos que guían la gestión financiera del Tesoro Público, contribuyendo al manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas, así como a mantener el buen historial de la República respecto a la prudencia y credibilidad en las políticas fiscales establecidas, las cuales son destacadas por las principales agencias calificadoras de riesgo.

La EGIAP ha permitido orientar las acciones del Tesoro en materia de gestión de los activos y pasivos financieros, mitigando la exposición a contingencias y reduciendo su costo financiero. El saldo de los activos financieros del Sector Público No Financiero (SPNF) alcanzó S/ 115 746 millones a julio de 2018 (16% del PBI), siendo el 69% de estos recursos administrados por el Tesoro Público. De acuerdo a la estructura por monedas, el sol representa el 62,9% del portafolio de activos financieros, seguido de los dólares estadounidenses con 36,4%.

Respecto de los pasivos financieros del SPNF, estos cerraron en S/ 162 806 millones<sup>2</sup>, representando el 22,5% del PBI<sup>3</sup>. Los pasivos a tasa fija alcanzaron el 87,9% del total, mientras que la participación de la moneda nacional se posicionó en un 62,9%.

La gestión de los pasivos financieros aplicada en los últimos años ha permitido alcanzar esta estructura, reduciendo la exposición del Tesoro ante la ocurrencia de una contingencia que afecte las tasas de interés o el tipo de cambio, mitigando la exposición a choques externos por una menor posición de deuda en moneda extranjera y desconcentrando los vencimientos de la deuda, ayudando a reducir el riesgo de refinanciamiento.

Asimismo, en el marco de la EGIAP, se han logrado importantes avances en la identificación de los activos y pasivos financieros de las entidades del SPNF; en la incorporación sostenida de los recursos públicos en la Cuenta Única del Tesoro (CUT); en la asignación financiera de fondos públicos alineada a la ejecución real de las actividades o proyectos; en el fortalecimiento del mercado de valores de deuda pública; entre otros. De la misma manera, se estima que al cierre de 2018 se logren superar las metas cuantitativas referenciales que se han establecido en el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2018 (PAEAD), como se presenta a continuación:

<sup>1</sup> El Decreto Legislativo N° 1441 - Sistema Nacional de Tesorería - establece que la Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos Financieros del Sector Público No Financiero (EGIAP), antes Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos (EGGAP), es parte del proceso de gestión de los recursos públicos de la administración financiera del Sector Público y debe estar acorde con los lineamientos de la planeación financiera.

<sup>2</sup> Información al 31 de julio de 2018.

<sup>3</sup> Este porcentaje difiere del ratio de deuda bruta, con respecto al PBI, publicado por el Banco Central de Reserva del Perú, principalmente por la inclusión de deuda a corto plazo, metodología de valorización de los bonos de reconocimiento (ONP) y el tipo de cambio utilizado.

**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”****Resultados proyectados de las metas cuantitativas referenciales del PAEAD 2018**

Indicador	Rango al cierre de diciembre de 2018	Resultado proyectado al cierre de diciembre 2018 <sup>1/_</sup>
Porcentaje de soles en el portafolio <sup>2/_</sup>	58,9% - 62,5%	66,3%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	85,6% - 86,2%	88,2%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	58,3% - 62,0%	65,7%
Vida media (años)	11,6 - 11,5	12,3
Reprecio medio (años)	10,9 - 11,0	11,8
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses <sup>3/_</sup>	3,0% - 3,0%	1,4%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local <sup>4/_</sup>	58,8% - 66,1%	79,4%

Fuente MEF - DGETP.

1/\_ Todos los indicadores mostrados corresponden al SPNF. No incluye letras del Tesoro y son datos preliminares.

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

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

4/\_ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deuda.

En su sexta edición, la EGIAP 2019-2022 reafirma su compromiso con el objetivo de continuar apoyando la responsabilidad fiscal; además, presenta una actualización de los lineamientos de la gestión financiera, así como de los retos y acciones estratégicas. En ese sentido, la Estrategia plantea los siguientes lineamientos:

- Fortalecer el mercado de valores de deuda pública en soles con un perfil adecuado de vencimientos.
- Planificar el financiamiento articulado al gasto del presupuesto público multianual, en línea con una estructura de balance óptima.
- Promover la eficiencia en el uso de los fondos públicos por medio de la fungibilidad y la prelación del uso de las fuentes de financiamiento.
- Mantener reservas de liquidez, líneas de créditos contingentes o explorar otros instrumentos financieros que permitan enfrentar situaciones de inestabilidad financiera.
- Rentabilizar los fondos públicos y reducir el costo de su liquidez.
- Identificar los riesgos fiscales y evaluar alternativas para mitigar su efecto sobre las finanzas públicas.
- Fortalecer los mecanismos de pago sistematizado y la obtención de información financiera oportuna, confiable y completa.

Sobre esta base, se han identificado tres grandes retos que, a su vez, comprenden diferentes problemáticas que se buscan atender con la EGIAP: en primer lugar, se requiere contar con información de activos y pasivos financieros, que sea oportuna y confiable, para garantizar el cumplimiento de las obligaciones de la República y diseñar la estructuración financiera del presupuesto; en segundo lugar, se deben implementar las nuevas regulaciones relacionadas al uso de recursos públicos aprobadas en el marco de la Modernización de la Administración Financiera del Sector Público, y en tercer lugar, se debe continuar con el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en soles.

En respuesta a los retos planteados, la EGIAP enfocará sus esfuerzos en las siguientes acciones estratégicas:

- Para fortalecer los sistemas de información, se buscará sistematizar los medios de pago, consolidar los sistemas de registro de información financiera y ampliar la cobertura de la Cuenta Única del Tesoro.



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

- Establecer la prelación y fungibilidad en el uso de los recursos por medio de mejoras normativas y fortalecer la programación financiera de los recursos, provenientes de endeudamiento público.
- Para fortalecer el mercado de valores de deuda pública, se continuará con el desarrollo de instrumentos que faciliten su negociación por medio de *Euroclear* y similares, instrumentos de mercado como ETF y Repos y priorizando la emisión en puntos de referencia de la curva soberana.

La actualización de la EGIAP mantiene la visión de largo plazo<sup>4</sup> para la deuda pública del SPNF, en la que la deuda en moneda nacional debería aproximarse al 78% del total (+/-3%); la deuda a tasa fija, al 95% (+/- 2%); y la vida media de la deuda, a 13 años (+/- 2 años). Durante la vigencia de la EGIAP 2019-2022, se ha estimado un rango de metas cuantitativas referenciales de algunos indicadores de seguimiento de la deuda pública del SPNF:

**Metas cuantitativas referenciales de indicadores de la deuda del SPNF  
al cierre de los años 2019 y 2022 (\*)**

Indicador	Rango previsto al cierre de diciembre de 2019	Rango previsto al cierre de diciembre de 2022
Porcentaje de soles en el portafolio	66,8% - 68,9%	69,6% - 75,4%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	87,9% - 88,8%	87,1% - 89,6%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	66,7% - 68,8%	69,5% - 75,4%
Vida media (años)	11,8 - 11,8	10,7 - 11,3
Reprecio medio (años)	11,2 - 11,3	10,0 - 10,8
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	2,0% - 1,9%	1,3% - 1,2%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/	78,0% - 83,9%	82,0% - 89,8%

Fuente: MEF- DGETP

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

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

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

La EGIAP también incluye las necesidades de financiamiento del SPNF, en línea con las estimaciones incluidas en el Marco Macroeconómico Multianual 2019-2022 (MMM 2019-2022) y las fuentes que las financiarán; en este sentido, para el 2019, se continuará privilegiando la obtención de recursos provenientes del mercado de deuda doméstico.

Finalmente, la EGIAP incluye el nuevo cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro para el 2019, buscando brindar más información y transparencia a los agentes del mercado.

<sup>4</sup> Horizonte temporal mayor a 10 años.



## INTRODUCCIÓN

La Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos es formulada y divulgada para el público en general con la finalidad de dar a conocer, con una visión de largo plazo, las políticas y los objetivos de la estrategia de gestión financiera del Tesoro, así como los lineamientos y acciones generales que deberán seguir las entidades que conforman el SPNF, en el marco de un manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas.

Este marco de actuación ha venido fortaleciendo la gestión de la deuda pública neta en concordancia con la política macroeconómica en general. Esta nueva actualización de la Estrategia, al igual que las anteriores versiones, se encuentra acorde a los lineamientos de política fiscal descritos en el MMM 2019-2022.

El presente documento está estructurado en cuatro secciones que permitirán entablar una relación entre los lineamientos de la gestión de los activos y pasivos financieros y las acciones estratégicas necesarias que gradualmente, apoyarán el logro de los retos planteados para lograr una eficiente administración de los recursos públicos.

La primera sección contiene la situación actual de los activos y pasivos financieros del SPNF, así como un análisis de la estructura y composición de cada uno de ellos, lo que nos permitirá obtener un panorama general del balance financiero del SPNF.

La segunda sección presenta los lineamientos que guiarán la gestión de los activos y pasivos financieros públicos.

La tercera sección describe la Estrategia 2019-2022 e incluye los retos de información, fungibilidad, prelación y desarrollo del mercado de valores de deuda pública; las acciones estratégicas para enfrentar los retos y las metas para el período 2019 – 2022. Posteriormente, se presentan las metas estratégicas cuantitativas referenciales que nos permitirán proyectar los principales indicadores de gestión de deuda en el período.

En la cuarta sección, se presentan las necesidades y fuentes de financiamiento del SPNF, donde se describe la composición de la deuda de mercado y créditos que cubrirán nuestras necesidades de financiamiento en el periodo 2019 – 2022, y que están en concordancia con las proyecciones del déficit fiscal del SPNF del MMM vigente.

La última sección contiene los anexos de soporte: el primero muestra el Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro en el año 2019, el segundo describe los principales logros relacionado a los retos fijados en la Estrategia 2018-2021; el tercero sustenta la visión a largo plazo, a la que deben tender los ratios de moneda nacional/extranjera, la vida promedio y el ratio a tasa fija/variable de la deuda del SPNF; y el cuarto contiene los escenarios y proyecciones de la deuda del SPNF.





## I. SITUACIÓN ACTUAL

En el 2018, las agencias calificadoras de riesgo han destacado la responsabilidad en el manejo de las finanzas públicas que respalda el perfil crediticio peruano, otorgando credibilidad y confianza frente a los inversionistas y contribuyendo a mejorar el clima de inversiones y las perspectivas de crecimiento económico. Esto se refleja en la ratificación de la calificación de la deuda soberana en moneda local en A- y en moneda extranjera en BBB+ por parte de Standard & Poor's y Fitch Ratings y en A3 para ambas monedas según Moody's; manteniendo en todos los casos la perspectiva estable de las calificaciones.

Las agencias coinciden en que las fortalezas de las calificaciones del Perú residen en un historial de credibilidad y manejo responsable de la política económica, las mejores perspectivas de crecimiento económico del país y la implementación de medidas para incrementar los ingresos del Gobierno y expandir la base tributaria.

Asimismo, destacan el nivel de deuda peruana como uno de los más bajos de la región, alcanzando el 24,9% del PBI en el 2017, solo por detrás de Chile que registró una deuda de 23,6% del PBI en el mismo período, pero inferior al promedio de países con similar calificación (48,3%) y miembros de la OCDE (67,9%).

**Cuadro N° 01**  
**Resumen de indicadores 2017**  
**Perú, países referentes de la región, de similar calificación y OCDE**

Indicador (%)	Perú	América Latina				Promedio países	
		Brasil	Chile	Colombia	México	A-	OCDE
Deuda pública (% PBI)	<b>24,9</b>	84,0	23,6	49,4	54,2	48,3	67,9
Deuda pública interna (% PBI)	<b>15,2</b>	70,5	16,9	25,3	25,7	26,4	43,0
Deuda MN (% deuda bruta)	<b>62,0</b>	94,7	81,5	66,4	81,4	81,4	92,7
Deuda (% ingresos)	<b>137,5</b>	278,9	104,3	192,8	218,3	147,6	174,3
Intereses (% ingresos)	<b>6,2</b>	18,2	3,9	11,7	9,8	5,6	4,6
Ingresos (% PBI)	<b>18,1</b>	30,1	22,6	25,6	24,8	33,8	40,0
Resultado económico (% PBI)	<b>-3,1</b>	-7,8	-2,7	-3,1	-1,1	-1,3	-0,7
Depósitos en el SF en MN (% depósitos totales en el SF)	<b>65,4</b>	100,0	85,1	100,0	82,2	89,0	85,2

**Fuente:** MEF, BCRP, FMI, Fitch Ratings, Moody's Investors Service y S&P Global Ratings. La información de Perú se ha tomado de las fuentes oficiales del Gobierno. Las estimaciones de deuda se determinan a nivel de Sector Público No Financiero y los ingresos corrientes a nivel de Gobierno General.

Información de los países referentes se ha tomado a nivel de Gobierno General para asegurar comparabilidad, de acuerdo a las estimaciones del Fondo Monetario Internacional.

El promedio de países con calificaciones A- incluye a todos los que al 31 de agosto de 2018 mantenían una calificación de deuda a largo plazo en moneda nacional o extranjera de A- por parte de S&P o Fitch, o su equivalente de A3 por parte de Moody's.

### 1.1. Activos financieros

#### 1.1.1. Posición de los activos financieros del SPNF

El total de activos financieros del SPNF a julio de 2018 alcanzó los S/ 115 746 millones (16% del PBI), mostrando un ligero incremento de 1,6% frente a diciembre de 2017. Por titularidad, el 50,4% de los activos financieros corresponde



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

a los recursos que las entidades públicas mantienen depositados en el Tesoro Público y en el Sistema Financiero Privado; el 23,1% a los fondos, recursos destinados y comprometidos y 21,1% son recursos propios del Tesoro Público.

**Cuadro Nº 02**  
**Activos financieros del SPNF por titularidad y fuente**  
(Millones de soles)

Por titularidad y fuente	dic-17		jul-18		Consideraciones de uso
	Saldo	Part. (%)	Saldo	Part. (%)	
<b>1. Recursos propios del Tesoro Público</b>	<b>27 419</b>	<b>24,1</b>	<b>24 393</b>	<b>21,1</b>	Son recursos que provienen de recaudación tributaria (RO) y operaciones de endeudamiento (ROOC). Se orientan principalmente a cubrir gastos presupuestados, pago del servicio de deuda y gastos en proyectos de inversión.
1.1. Recursos Ordinarios (RO)	13 426	11,8	14 403	12,4	
1.2. Recursos por Operaciones de Crédito (ROOC)	13 993	12,3	9 989	8,6	
<b>2. Fondos, recursos destinados y comprometidos</b>	<b>27 501</b>	<b>24,1</b>	<b>26 760</b>	<b>23,1</b>	Proviene de diversas fuentes y, según normatividad, cuentan con sus propias reglas de acumulación y gasto. A fin de mantener reservas de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad se tiene al FEF y a la RSL. Asimismo, existen otros fondos orientados a la inversión pública, la innovación tecnológica y otros.
2.1. Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)	20 718	18,2	20 896	18,1	
2.2. Reserva Secundaria de Liquidez (RSL)	0	0,0	0,1	0,0	
2.3. Otros Fondos	3 578	3,1	3 338	2,9	
2.4. Recursos destinados y comprometidos	3 205	2,8	2 525	2,2	
<b>3. Recursos de entidades públicas en el Tesoro Público</b>	<b>20 295</b>	<b>17,8</b>	<b>25 948</b>	<b>22,4</b>	Proviene principalmente de ingresos propios de las entidades públicas y de transferencias del Tesoro Público. Según la fuente de financiamiento, se destinan a cubrir los planes de inversión y el gasto corriente de las propias entidades. Gran parte de estos recursos se encuentran en la Cuenta Única del Tesoro (CUT).
3.1. Recursos Determinados (RD)	9 632	8,5	12 797	11,1	
3.2. Recursos Directamente Recaudados (RDR)	4 310	3,8	4 935	4,3	
3.3. Donaciones y Transferencias (DyT)	3 862	3,4	4 502	3,9	
3.4. Otros recursos	2 491	2,2	3 714	3,2	
<b>4. Recursos de entidades públicas en el Sistema Financiero Privado</b>	<b>32 134</b>	<b>28,2</b>	<b>32 412</b>	<b>28,0</b>	Estos recursos corresponden principalmente a activos intangibles. Por ejemplo, los recursos del FCR tienen como fin respaldar las obligaciones de los regímenes pensionarios a cargo de la ONP y, en el caso de ESSALUD, los recursos tienen como finalidad constituir ingresos para apoyar los gastos de prestaciones de salud.
4.1. Fondo Consolidado de Reserva (FCR)	16 350	14,3	17 108	14,8	
4.2. Empresas - FONAFE	5 097	4,5	5 070	4,4	
4.3. EsSalud	4 200	3,7	4 511	3,9	
4.4. Gobierno General	6 487	5,7	5 723	4,9	
<b>5. Cuentas por cobrar</b>	<b>6 589</b>	<b>5,8</b>	<b>6 233</b>	<b>5,4</b>	Son principalmente recursos obtenidos por el Gobierno Central por medio de operaciones de endeudamiento para ser transferidos a favor de una entidad pública responsable de la atención del servicio de deuda.
<b>TOTAL</b>	<b>113 937</b>	<b>100,0</b>	<b>115 746</b>	<b>100,0</b>	

Fuente: MEF- DGETP

Del total de activos financieros que mantiene el SPNF, el 51,1% corresponden a Fondos, Recursos Destinados y Comprometidos, que se rigen por su propia normativa, así como a Recursos de Entidades Públicas en el Sistema Financiero, lo que representa rigideces que dificultan una gestión integral de la tesorería.

### 1.1.2. Análisis del portafolio de activos financieros

#### a. Estructura por tipo de instrumento

Respecto a los activos administrados por el Tesoro Público (S/ 79 838,0 millones), se observa que los depósitos a plazo son el principal instrumento de rentabilización (54,4%), los que se encuentran principalmente constituidos en



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP); y una parte de este componente se rentabiliza por medio de subastas de depósitos realizadas por el BCRP con entidades del sistema financiero privado para el manejo de la política monetaria que aplica el ente emisor, que se realizan en coordinación con el Tesoro Público.

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

Por tipo de instrumento	dic-17		jul-18		Variación	
	Saldo	Part. (%)	Saldo	Part. (%)	Saldo	Var. (%)
<b>1. Recursos administrados por el Tesoro Público</b>	<b>78 400</b>	<b>68,8</b>	<b>79 838</b>	<b>69,0</b>	<b>1 438</b>	<b>1,8</b>
1.1. Cuenta corriente	12 637	11,1	10 279	8,9	-2 358	-18,7
1.2. Depósitos a plazo	58 770	51,6	62 917	54,4	4 147	7,1
1.3. Inversiones en valores	404	0,4	409	0,4	5	1,1
1.4. Cuentas por cobrar	6 589	5,8	6 233	5,4	-356	-5,4
<b>2. Recursos administrados por las entidades públicas</b>	<b>35 537</b>	<b>31,2</b>	<b>35 908</b>	<b>31,0</b>	<b>370</b>	<b>1,0</b>
2.1. Cuenta corriente y de ahorro	10 485	9,2	11 575	10,0	1 090	10,4
2.2. Depósitos a plazo y otros	9 329	8,2	8 166	7,1	-1 163	-12,5
2.3. Inversiones en valores	15 723	13,8	16 167	14,0	444	2,8
<b>TOTAL</b>	<b>113 937</b>	<b>100,0</b>	<b>115 746</b>	<b>100,0</b>	<b>1 809</b>	<b>1,6</b>

Fuente: MEF- DGETP

Respecto a los activos administrados por las entidades públicas en el sistema financiero privado (S/ 35 908,0 millones) se observa que las inversiones en valores son el principal instrumento de rentabilización (14,0%), destacando los activos intangibles del Fondo Consolidado de Reserva (FCR) y EsSalud que se gestionan conforme a sus políticas y reglamentos de inversión. En tanto, las entidades públicas mantienen principalmente sus saldos en cuentas corrientes y depósitos a plazo, respaldadas por el marco normativo establecido<sup>5</sup>.

**b. Estructura por monedas**

Respecto a la estructura por monedas de los recursos administrados por el Tesoro, la moneda local es la predominante, seguida del dólar estadounidense, básicamente por los recursos del FEF. Por su parte, en los recursos administrados por las entidades públicas, también resalta la moneda local, seguido por los dólares estadounidenses constituidos, principalmente, por los recursos del FCR. Ambos grupos mantienen una parte importante de activos denominados en dólares; sin embargo, el riesgo cambiario al que están expuestos se justifica considerando que, como reservas, deben estar denominadas en una moneda extranjera convertible.

<sup>5</sup> RD N° 016-2012-EF/52.03 y la EGIAP.



"DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES"  
"AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL"

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

Por moneda	dic-17		jul-18		Variación	
	Saldo	Part. (%)	Saldo	Part. (%)	Saldo	Var. (%)
<b>1. Recursos administrados por el Tesoro Público</b>	<b>78 400</b>	<b>68,8</b>	<b>79 838</b>	<b>69,0</b>	<b>1 438</b>	<b>1,8</b>
1.1. Soles	44 420	39,0	48 750	42,1	4 330	9,7
1.2. Dólares	32 945	28,9	30 286	26,2	-2 659	-8,1
1.3. Euros	205,76	0,2	157,56	0,1	-48,2	-23,4
1.4. Yenes	829	0,7	643,99	0,6	-185	-22,3
<b>2. Recursos administrados por las entidades públicas</b>	<b>35 537</b>	<b>31,2</b>	<b>35 908</b>	<b>31,0</b>	<b>370</b>	<b>1,0</b>
2.1. Soles	24 424	21,4	24 099	20,8	-325	-1,3
2.2. Dólares	11 106	9,7	11 804	10,2	698	6,3
2.3. Euros	7	0,0	5	0,0	-2,3	-33,7
<b>TOTAL</b>	<b>113 937</b>	<b>100,0</b>	<b>115 746</b>	<b>100,0</b>	<b>1 809</b>	<b>1,6</b>

Fuente: MEF-DGETP

## 1.2. Pasivos financieros

### 1.2.1. Posición de los pasivos financieros del SPNF

Al 31 de julio de 2018, la deuda total del SPNF asciende a S/ 162 806 millones (22,5% del PBI)<sup>6</sup>, registrando un incremento de 1,3% respecto al cierre de diciembre de 2017, que proviene básicamente del aumento del saldo de bonos soberanos y letras del Tesoro. En contraposición, los créditos (deuda de no mercado) disminuyeron en 13,9%, con lo que la deuda de mercado se consolida como el pasivo más representativo (86,8% del total) dentro del portafolio de deuda del SPNF.

**Por residencia**<sup>7</sup>, se tiene que, a diferencia de los años anteriores, la deuda interna es la más representativa compuesta, en su mayoría, por bonos soberanos emitidos en el mercado local (91,4% de la deuda interna), en tanto que la deuda externa corresponde, principalmente, a bonos globales (74% de la deuda externa). Por su parte, la estructura de la deuda por monedas, tiene al sol como la moneda más representativa (62,9%), mientras que, por tipo de tasa, la posición a tasa fija alcanza el 87,9% del total.

<sup>6</sup> De este total el 93%, que equivale a S/ 151 865 millones, corresponde al Gobierno Central Presupuestario. La definición de Gobierno Central Presupuestario incluye a todas las unidades que forman parte de los poderes Ejecutivo, Legislativo y Judicial, pero no incluye a entidades que conforman unidades institucionales distintas como las universidades, beneficencias, organismos supervisores u otras unidades autónomas que juntos conforman el Gobierno Central. Las otras entidades o unidades institucionales que pertenecen a este nivel de Gobierno, conforman el Sector Gobierno Central.

<sup>7</sup> De acuerdo con el Decreto Legislativo N° 1437 - Sistema Nacional de Endeudamiento Público- se considera que la emisión y colocación de bonos internos y externos se rige de acuerdo con la ley aplicable para cada caso.



"DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES"  
"AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL"

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

	dic-17		jul-18		Variación	
	Saldo	Part. (%)	Saldo	Part. (%)	Saldo	Var. (%)
<b><u>POR ORIGEN</u></b>						
<b>Valores en Circulación</b>	<b>135 887</b>	<b>84,5</b>	<b>141 387</b>	<b>86,8</b>	<b>5 500</b>	<b>4,0</b>
Bonos globales	45 071	28,0	45 402	27,9	331	0,7
Bonos soberanos	88 151	54,8	92 713	56,9	4 562	5,2
Letras del Tesoro	2 491	1,5	3 097	1,9	606	24,3
Otros bonos	174	0,1	176	0,1	2	0,9
<b>Créditos</b>	<b>24 888</b>	<b>15,5</b>	<b>21 419</b>	<b>13,2</b>	<b>-3 469</b>	<b>-13,9</b>
Multilaterales	12 835	8,0	12 356	7,6	-478	-3,7
Club de París	3 146	2,0	3 437	2,1	291	9,2
Otros	8 907	5,5	5 626	3,5	-3 281	-36,8
<b>TOTAL</b>	<b>160 775</b>	<b>100,0</b>	<b>162 806</b>	<b>100,0</b>	<b>2 031</b>	<b>1,3</b>
<b><u>POR RESIDENCIA</u></b>						
Deuda externa	61 252	38,1	61 392	37,7	140	0,2
Deuda interna	99 523	61,9	101 414	62,3	1 892	1,9
<b>TOTAL</b>	<b>160 775</b>	<b>100,0</b>	<b>162 806</b>	<b>100,0</b>	<b>2 031</b>	<b>1,3</b>
<b><u>POR MONEDAS</u></b>						
PEN	100 573	62,6	102 425	62,9	1 852	1,8
USD	48 944	30,4	49 190	30,2	247	0,5
EUR	9 901	6,2	9 909	6,1	8	0,1
Otras	1 357	0,8	1 282	0,8	-75	-5,6
<b>TOTAL</b>	<b>160 775</b>	<b>100,0</b>	<b>162 806</b>	<b>100,0</b>	<b>2 031</b>	<b>1,3</b>
<b><u>POR TIPO DE TASA</u></b>						
Fija	139 518	86,8	143 086	87,9	3 568	2,6
Variable	11 536	7,2	11 402	7,0	-133	-1,2
VAC	4 847	3,0	4 030	2,5	-817	-16,9
ONP	4 874	3,0	4 288	2,6	-587	-12,0
<b>TOTAL</b>	<b>160 775</b>	<b>100,0</b>	<b>162 806</b>	<b>100,0</b>	<b>2 031</b>	<b>1,3</b>

Fuente: MEF - DGETP

## 1.2.2. Análisis del portafolio de pasivos financieros

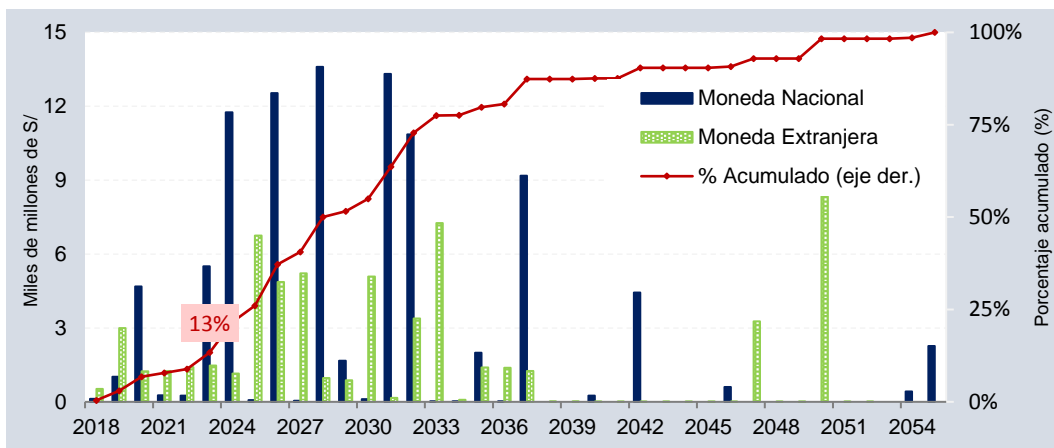
### a. Perfil de vencimientos de la deuda pública

El perfil de vencimientos de la deuda del SPNF denota que la mayor parte de vencimientos están concentrados en el mediano y largo plazo. Es importante que se mantenga una política de monitoreo de esta concentración en los plazos más inmediatos a fin de evitar que se genere un riesgo de refinanciamiento. El servicio de deuda de los próximos doce meses del año 2019, se estima que

**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

llegaría al 1,9% del total<sup>8</sup> (4,7% en diciembre de 2017). Asimismo, la vida media de la deuda asciende a 12,6 años<sup>9</sup> (11,9 en MN y 13,9 en ME), ligeramente por debajo de los niveles registrados a diciembre de 2017.

**Gráfico N° 01  
Perfil de amortizaciones del SPNF**

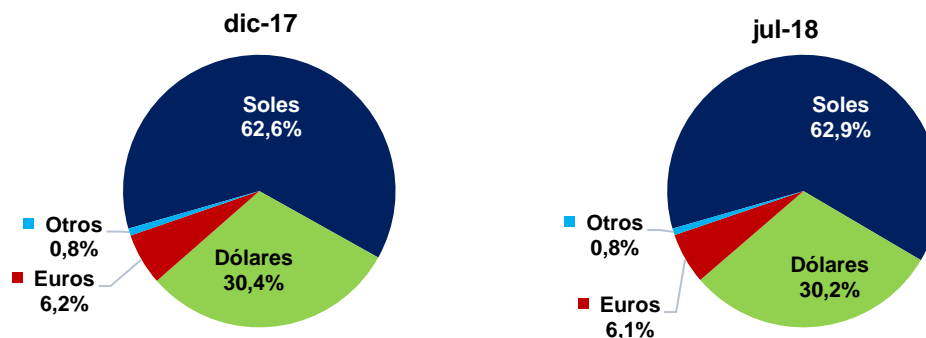


Fuente: MEF - DGETP

**b. Estructura por monedas**

Se continúa fortaleciendo la solarización de la deuda pública; sin embargo, todavía se tiene una parte importante de pasivos denominados en moneda extranjera (37,1%), siendo el dólar estadounidense el más representativo con el 30,2% seguido del euro con el 6,1%.

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



Fuente: MEF - DGETP

Al realizar un análisis de sensibilidad<sup>10</sup>, utilizando la métrica de valor en riesgo por el método histórico, al 99% de confianza en el horizonte de un año, el saldo de la deuda en moneda extranjera podría incrementarse como máximo en 1,1% del PBI, con lo que la solarización de la deuda caería a 60,1% desde el 62,9%.

<sup>8</sup> Con la posición de deuda al corte de julio de 2018, el servicio de deuda proyectado para el año 2019 alcanza el 4,4% del total adeudado.

<sup>9</sup> Calculada a partir de la base de datos de deuda pública al 31.07.2018.

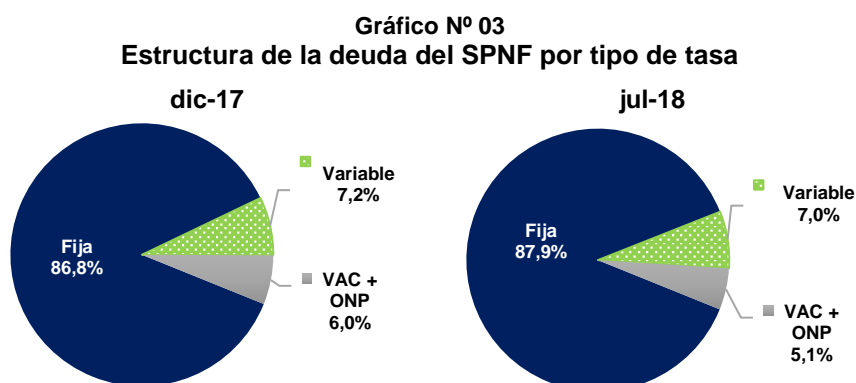
<sup>10</sup> Volatilidad de tipos de cambio.

**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

En tanto, ante una depreciación de la moneda local el servicio de la deuda proyectado al año 2019 podría aumentar, al 99% de confianza, como máximo en S/ 790 millones (0,1% del PBI).

**c. Estructura de tasas de interés**

Se continúa reduciendo la posición de pasivos a tasa variable con lo que se consolida la predictibilidad de los flujos futuros del servicio de la deuda pública del SPNF.



Fuente: MEF – DGETP

Así ante movimientos adversos de las tasas de interés, específicamente, incrementos de la tasa Libor a 6 meses, el pago anual de intereses podría aumentar como máximo en S/ 120 millones.

**Cuadro N° 06**  
**Resumen de indicadores de seguimiento de los pasivos financieros del SPNF**

Indicador	Diciembre 2017	Julio 2018
% de soles en el saldo bruto	62,6%	62,9%
% de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	86,8%	87,9%
Vida media (años)	12,9	12,6
Reprecio medio (años)	12,4	12,2
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses	4,7%	4,4%

Fuente: MEF - DGETP.

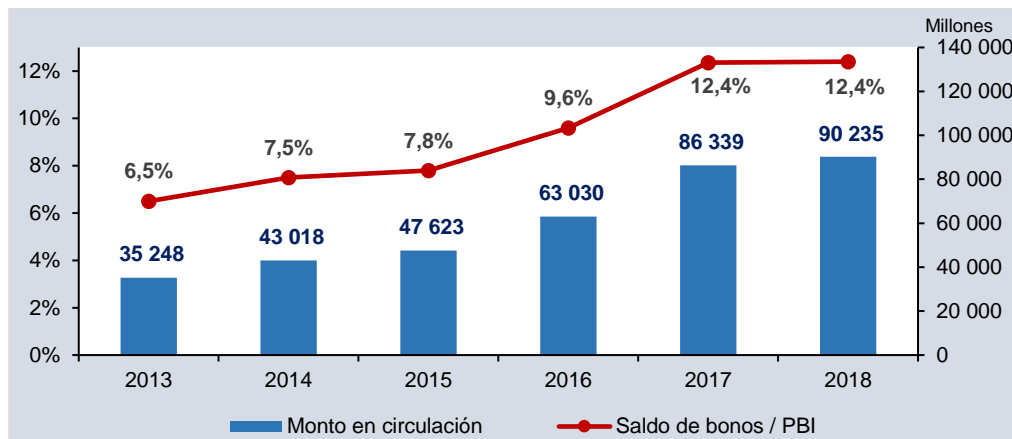
**d. Mercado de valores de deuda pública**

El saldo de los bonos soberanos a julio de 2018, ascendió a S/ 90 235 millones, 4,5% más que al cierre de 2017 que, en términos del PBI se ha posicionado en 12,4%. Actualmente, se cuenta con 11 referencias de bonos soberanos nominales a tasa fija<sup>11</sup>, de los cuales dos referencias (mediano y largo plazo) concentran, en conjunto, el 28% del total del endeudamiento asociado a esta fuente.

<sup>11</sup> Adicionalmente, se cuenta con 7 vencimientos de bonos indexados a la inflación (Bonos VAC).

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”

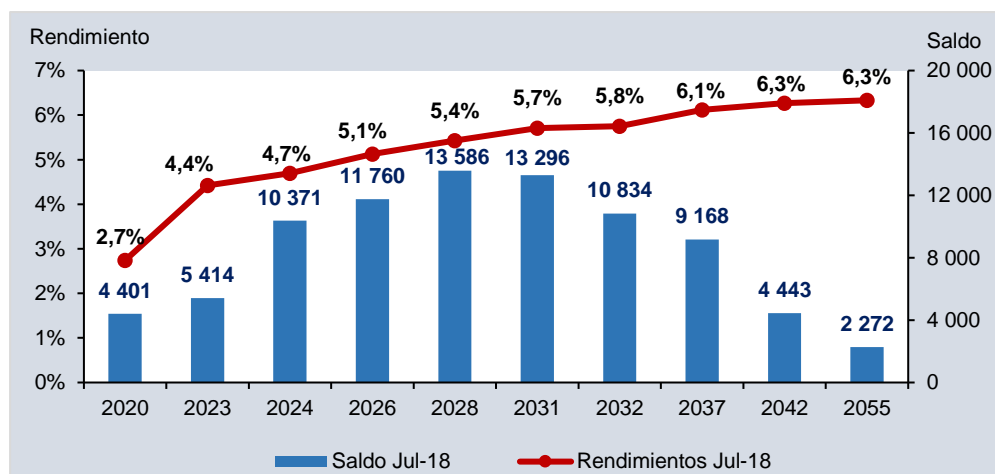
**Gráfico N° 04**  
**Crecimiento del mercado de valores de deuda pública en moneda local 2013-2018\***  
(% del PBI)



\*Para el cálculo del ratio se utilizó el PBI nominal anualizado a junio de 2018 publicado por el BCRP.  
**Fuente:** MEF – DGETP y BCRP

El perfil de vencimientos de bonos soberanos se encuentra concentrado en el mediano y largo plazo (entre los años 2024 al 2032), lo que representa un riesgo de refinanciamiento, dadas las expectativas futuras del mercado y tasas de rendimiento volátiles. Asimismo, existen referencias con cupones altos y precios actuales sobre la par que representan una mayor carga financiera para el Estado, lo que constituye un desafío para la gestión de la deuda hacia adelante.

**Gráfico N° 05**  
**Saldos de bonos nominales vs. curva de rendimiento julio 2018**  
(Millones de soles)



**Fuente:** MEF- DGETP

## II. LINEAMIENTOS PARA LA GESTIÓN INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS

En los últimos años, a través de la EGIAP, se han implementado varias acciones estratégicas que responden a seis lineamientos que se fijaron como guía para la gestión





**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

de los activos y pasivos financieros. En la presente Estrategia y, dado los recientes cambios normativos conducentes a mejorar la actuación del Tesoro Público para ponerlo en la senda de las mejores prácticas internacionales, se han fijado nuevos lineamientos que tienen el propósito de acompañar y fortalecer esta modernización en los próximos años, por medio de acciones estratégicas que se irán presentando conforme se avance hacia el logro de los objetivos que propugnan cada uno de estos lineamientos.

a. Fortalecer el mercado de valores de deuda pública en soles con un perfil adecuado de vencimientos.

Un mercado de valores de deuda pública desarrollado implica: (i) contar con referencias líquidas en moneda nacional, que formen parte de un perfil de vencimientos acorde con la capacidad de pago del Tesoro; y (ii) contar con sistemas de compensación y liquidación nacional e internacional, que fomentan la transparencia y la competencia en la formación de precios.

De esta manera, el Gobierno ofrece una curva de rendimiento libre de riesgo como bien público de referencia, para facilitar el acceso a las personas naturales y jurídicas a financiarse y contribuir a profundizar el desarrollo del sistema financiero en moneda nacional en general. Asimismo, el mayor endeudamiento en soles que realiza el Gobierno, mediante la emisión de bonos soberanos, reduce la exposición de la deuda pública a choques externos, especialmente a las variaciones del tipo de cambio, además de mitigar los costos de financiamiento que ello implica.

En ese sentido, el Gobierno orientará sus esfuerzos en fortalecer el mercado de valores de deuda pública, generando referencias líquidas ordenadas e incentivando a que se cuente con un mercado secundario robusto sobre estos valores, además de ampliar la base de inversionistas.

b. Planificar el financiamiento articulado al gasto del presupuesto público multianual, en línea con una estructura de balance óptima.

La articulación del financiamiento para la ejecución del presupuesto requiere el respaldo de un marco normativo que contemple la flexibilización del uso de recursos, sin importar el origen de su fuente para su asignación presupuestal. De esta forma, se podría reducir la necesidad de endeudamiento público, en tanto se eliminará el desequilibrio del financiamiento por la falta de fungibilidad entre estas fuentes.

Por ello, es importante mejorar la predictibilidad de las fuentes y usos, con una estructura de financiamiento que integren el presupuesto, la política fiscal y la contabilidad, para un mejor equilibrio fiscal. Además, es necesario fortalecer la programación financiera que evite la acumulación de recursos no utilizados.

Esto debe ser consistente con una estructura de balance óptima que garantice una trayectoria estable y sostenible del financiamiento en el tiempo, por ello se deberá: (i) gestionar los descalces entre los flujos y saldos de los activos y pasivos financieros (ii) continuar con la priorización del endeudamiento en moneda nacional (tanto a nivel interno como externo) para reducir vulnerabilidades y, (iii) buscar que el rendimiento de los activos se maximice con el fin de fortalecer las finanzas públicas.

**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

c. Promover la eficiencia en el uso de los fondos públicos por medio de la fungibilidad y la prelación del uso de las fuentes de financiamiento.

La eficiencia en el uso de recursos es importante para reducir el costo de su liquidez, por lo que se hace necesario fortalecer el marco normativo que permita eliminar las rigideces en la gestión de caja, haciendo fungible los recursos del Tesoro y autorizando su uso, independientemente de las afectaciones del gasto.

En tanto que la prelación en el uso de las fuentes de financiamiento permitirá tener una gestión más efectiva de caja disponiendo de manera ordenada los recursos y evitando la carga financiera que podría generar la toma de un tipo de fuente de financiamiento reembolsable.

Por ello es necesario, implementar la normativa vigente que permita realizar una gestión más eficiente de los recursos disponibles.

d. Mantener reservas de liquidez, líneas de créditos contingentes o explorar otros instrumentos financieros que permitan enfrentar situaciones de inestabilidad financiera.

Las buenas prácticas internacionales recomiendan el establecimiento de colchones de liquidez para superar situaciones de estrés, brindando liquidez necesaria al Tesoro y reduciendo la incertidumbre en los mercados financieros sobre la estabilidad de los títulos de deuda pública y la percepción de riesgo que pueda generar las finanzas gubernamentales.

En ese sentido, el MEF debe identificar las situaciones de inestabilidad financiera a las que se encuentra expuesta, sobre las que deberá constituir y mantener reservas de liquidez, además de líneas de créditos contingentes que le permitan encarar con éxito dichos eventos.

Asimismo, es necesario gestionar el costo de estos recursos en niveles razonables para lo que se podrán diseñar lineamientos específicos que permitan rentabilizarlos mediante instrumentos de bajo riesgo.

e. Rentabilizar los fondos públicos y reducir el costo de su liquidez.

En las épocas favorables del ciclo económico, el Tesoro podrá acumular ahorros provenientes de excedentes identificados para luego utilizarlos en los periodos de menor crecimiento, respaldando así el equilibrio fiscal en el largo plazo. Sin embargo, es necesario preservar la capacidad adquisitiva de dichos ahorros en el tiempo y reducir el costo de su liquidez, por lo que el Tesoro requiere implementar mecanismos para rentabilizar dichos fondos.

Además, de la mano con la centralización de los flujos en la CUT y de la implementación de la fungibilidad, el Tesoro podrá identificar excedentes temporales de liquidez, con lo que deberá determinar su mejor opción de rentabilización en función a su costo de oportunidad. Igualmente, las entidades del SPNF deberán identificar recursos disponibles para su rentabilización.



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

La rentabilización de los recursos permitirá reducir su costo de oportunidad; sin embargo, esta debe realizarse mediante mecanismos y lineamientos generales de gestión de activos financieros dispuestos por el Tesoro Público, que deben ser de aplicación por las entidades del SPNF.

f. Identificar los riesgos fiscales y evaluar alternativas para mitigar su efecto sobre las finanzas públicas.

La identificación de los riesgos fiscales pasa por un monitoreo oportuno y adecuado del comportamiento adverso de variables como los precios de los *commodities*, tipo de cambio, tasas de interés, riesgo de refinanciamiento, desastres naturales, juicios contra el Estado, riesgos de Asociaciones Públicas Privadas (APP), riesgo político, entre otros, a través del uso de técnicas de prospectiva y de tendencia, cálculo del valor en riesgo en sus diversas metodologías, materialización de arbitrajes judiciales, evaluación de pasivos contingentes de las APP, juicio de expertos, entre otras herramientas.

Es necesario que el Gobierno realice una gestión y administración integral de los riesgos fiscales, en tanto permitirá cuantificar y tomar medidas correctivas *ex ante* para preservar la sostenibilidad fiscal como consecuencia de un manejo oportuno en la gestión de activos y pasivos financieros ante la materialización de choques adversos.

Una adecuada gestión de riesgos permitirá mantener la fortaleza fiscal como una de las variables clave para mantener o mejorar la calificación crediticia a lo largo del tiempo.

g. Fortalecer los mecanismos de pago sistematizado y la obtención de información financiera oportuna, confiable y completa.

Es imprescindible contar con medios modernos que simplifiquen el pago de obligaciones, el registro y la consolidación oportuna de la información financiera de todas las entidades del SPNF.

Desde un punto de vista estratégico, la información base sirve para la toma de decisiones oportuna; por el contrario, estas decisiones se realizarían basándose en el desconocimiento y el error.

La información oportuna, de calidad y completa permitirá la elaboración de diagnósticos más exactos que ayuden a descubrir oportunidades, a realizar sensibilidades, a evaluar la ejecución del gasto, a medir los niveles de ingresos, a validar la información contable, a observar las trayectorias de los ingresos y gastos, a determinar las necesidades de endeudamiento, entre otros, optimizando la oportunidad y certidumbre en la toma de decisiones para la gestión de los fondos públicos.



### III. ESTRATEGIA 2019-2022

#### 3.1. Retos planteados para el período

Se establecen tres grandes retos que responden a la realidad actual a la que se enfrenta el Tesoro, y que comprenden una serie de problemas que se buscan atender con la Estrategia:

a. Mejorar la oportunidad y calidad de la información financiera de las entidades del SPNF

El Tesoro requiere contar con información oportuna y confiable de los flujos financieros y de las posiciones de activos y pasivos financieros de las entidades públicas, a fin de poder determinar la distribución de los recursos que posee y garantizar el cumplimiento de los compromisos pactados, así como diseñar la estructuración financiera del presupuesto.

La estructuración financiera a cargo del Tesoro, requiere **identificar los niveles base históricos de los flujos, por cada fuente de financiamiento**, para evitar su concentración y establecer reglas para el límite del gasto.

El proceso de registro y consolidación de los activos y pasivos financieros de las entidades del **SPNF presenta limitaciones para generar estadísticas oportunas y de alta confiabilidad**, dificultando los esfuerzos que se realizan para la gestión integral de activos y pasivos, la vigilancia del cumplimiento de las políticas por parte de las entidades públicas y de la conciliación contable, reportada a nivel individual y agregada.

A pesar de los avances registrados en la centralización de fondos públicos en la CUT, aún existen entidades públicas que recaudan sus propios fondos, cuya información no es remitida al Tesoro. En ese sentido, se debe **consolidar la cobertura de la CUT** para brindar al Tesoro, como efecto adicional a los relacionados a la gestión de caja, información completa sobre los fondos que antes las entidades públicas mantenían en sus cuentas.

b. Gestionar los fondos públicos de las diferentes fuentes de financiamiento del presupuesto para su asignación y desembolso oportuno

Para lograr el manejo eficiente de los fondos públicos, se debe implementar y terminar de normar las limitaciones relacionadas con su uso. Respecto a **los saldos de recursos propios y transferidos<sup>12</sup> que se han acumulado, estos se mantienen en su mayoría en el sistema financiero**, indicando una baja ejecución de los recursos asignados a las entidades, restando capacidad de gestión al Tesoro sobre sus recursos y limitando una eficiente programación financiera.

Además, se requiere **claridad normativa<sup>13</sup>** para cubrir las necesidades temporales de caja con la movilidad de los recursos entre las fuentes de

<sup>12</sup> Principalmente canon, regalías mineras, entre otros.

<sup>13</sup> Se requiere aprobar la normativa que precise los procedimientos operativos.



financiamiento.

**Aún existe espacio para realizar mejoras en el uso de los recursos que provienen del endeudamiento público**, especialmente los orientados a financiar proyectos de inversión, reduciendo la brecha de tiempo entre la fecha que se obtienen los recursos respecto al momento de su utilización.

c. Continuar con el desarrollo del mercado de valores de deuda pública

En los últimos años se han establecido puntos importantes en la curva de rendimientos en soles en términos de volumen y liquidez, al mismo tiempo que se ha permitido la concentración de los mismos en años muy cercanos entre sí, sobre todo en la parte media de la curva, situación que, no sólo afecta a las buenas prácticas de mercado en cuanto a puntos de referencia se refiere, sino que se avizora como un potencial riesgo de refinanciamiento que podría generar presiones a la caja fiscal. Su ordenamiento gradual debe ser uno de los objetivos de mediano plazo.

Asimismo, como parte de la ayuda conducente a fortalecer el mercado de valores de deuda pública, se debe impulsar la creación de un fondo cotizado del Tesoro (ETF, en inglés), basado en el Fondo de Deuda Soberana actualmente en operación, además de la implementación gradual de *Euroclear* como plataforma de liquidación y negociación, que permitirá contar con una base más amplia de inversionistas en títulos emitidos por el Tesoro peruano.

### 3.2. Acciones estratégicas

Las acciones estratégicas tienen como propósito ayudar a fijar el rumbo y dar las pautas para superar los retos planteados. En ese sentido, se plantean las siguientes acciones estratégicas:

a. Fortalecimiento de los sistemas de información

**Establecer mecanismos para consolidar la información financiera** que permita identificar los niveles base históricos de las fuentes de financiamiento.

**Continuar consolidando los sistemas de registro de información financiera de las entidades del SPNF**, para generar estadísticas oportunas y confiables que permitan mejorar el monitoreo en el cumplimiento de las políticas por parte de las entidades públicas y la conciliación contable, reportada a nivel individual y agregada.

**Implementar los cambios normativos que permitan consolidar la cobertura de la CUT**, incorporando progresivamente todos los fondos públicos indistintamente de su fuente de financiamiento, y fortalecer e integrar los sistemas de información de tesorería.

b. Funcionalidad y prelación de las fuentes de financiamiento

**Establecer una prelación en el uso de los recursos, que promueva la ejecución eficiente de saldos acumulados** por parte de las entidades del



“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”

SPNF y permita liberar recursos para otras entidades que no cuenten con este tipo de ahorro, mejorando los pronósticos de ingresos y pagos del Gobierno, condición necesaria para una gestión eficiente de la tesorería del Estado.

**Complementar la normatividad vigente para facilitar la operatividad del uso temporal de los recursos**, independientemente de las afectaciones de gasto.

**Fortalecer la programación financiera de recursos provenientes del endeudamiento público**, alineando el requerimiento de los desembolsos con el momento de su utilización, para evitar incurrir en costos financieros adicionales.

Contemplar, **en la estructura financiera de proyectos de inversión** financiados con recursos del endeudamiento público externo, el financiamiento a través de la emisión de bonos soberanos, además de la contrapartida nacional,

c. Fortalecimiento del mercado de valores de deuda pública en soles

**Continuar fortaleciendo el desarrollo del mercado de valores de deuda pública local en soles**, por medio del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro, buscando mejorar el perfil de vencimientos de la deuda pública, ampliando la base de inversionistas y priorizando el financiamiento de las necesidades fiscales con la emisión de estos instrumentos.

**Iniciar un proceso gradual de priorización de los puntos de referencia de la curva de rendimiento** soberana en soles con el objetivo de desconcentrarlos y refrescar sus costos a las condiciones vigentes del mercado.

**Realizar**, cuando las condiciones del mercado sean favorables, **subastas especiales que permitan continuar incrementado la liquidez del mercado secundario** y el tamaño del mercado de valores de deuda pública en general. También, **realizar subastas especiales de intercambio y recompra de valores de deuda pública en moneda local** con el objetivo de no solo mejorar el perfil de la deuda bruta, sino de facilitar a los inversionistas una oportunidad de rebalanceo de sus tenencias en función a los perfiles u objetivos de sus portafolios de inversión.

**Iniciar la transición del Fondo de Deuda Soberana hacia un Fondo Cotizado** (ETF), cuya administración estará a cargo de un gestor especializado, buscando que se convierta en un instrumento negociable en el mercado bursátil.

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



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

### 3.3. Metas estratégicas cuantitativas referenciales para el año 2019 y 2022

Se han definido diferentes indicadores de seguimiento de la deuda del SPNF que miden el nivel de vulnerabilidad de las finanzas públicas, cuya cuantificación ha sido determinada a partir de distintos escenarios determinísticos para fijar un rango referencial de metas para alcanzar al final de los años 2019 y 2022, respectivamente, considerado para tal efecto proyecciones sobre las condiciones del mercado, el entorno macro y los análisis costo-riesgo<sup>14</sup>.

**Cuadro N° 07  
Metas cuantitativas referenciales de indicadores de la deuda del SPNF  
al cierre de los años 2019 y 2022 (\*)**

Indicador	Rango previsto al cierre de diciembre de 2019	Rango previsto al cierre de diciembre de 2022
Porcentaje de soles en el portafolio	66,8% - 68,9%	69,6% - 75,4%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	87,9% - 88,8%	87,1% - 89,6%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	66,7% - 68,8%	69,5% - 75,4%
Vida media (años)	11,8 - 11,8	10,7 - 11,3
Reprecio medio (años)	11,2 - 11,3	10,0 - 10,8
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	2,0% - 1,9%	1,3% - 1,2%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/	78,0% - 83,9%	82,0% - 89,8%

Fuente: MEF- DGETP

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

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

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

## IV. ENDEUDAMIENTO DEL SPNF

La deuda pública es una de las fuentes de financiamiento del Tesoro que requiere de un trato especial, en tanto que para su contratación se debe tener en cuenta muchas variables, entre las que se encuentran las condiciones financieras y, por tanto, los distintos riesgos a los que se expone. Es así que, en los últimos años, la gestión de la deuda ha tenido un papel gravitante mediante cambios importantes en su estructura que lo ha posicionado, en términos de monedas y tasas de interés, por encima del 60% en la participación de la moneda local y por encima del 80% en préstamos a tasa fija, además de contribuir al desarrollo del mercado de valores de deuda pública.

Sin embargo, todavía queda espacio para continuar realizando gestiones conducentes a mitigar los riesgos a los que está expuesto el portafolio de deuda pública. En el siguiente cuadro se observa una aproximación<sup>15</sup> de referencias de indicadores de la deuda pública del SPNF que se deben alcanzar, referidos a la estructura de la deuda por monedas, tipo de tasa de interés y la vida media<sup>16</sup>.

<sup>14</sup> Mayor detalle de los resultados ver Anexo 3.

<sup>15</sup> En la primera aproximación de la EGGAP 2018-2021 se estimó el ratio de deuda en moneda extranjera con respecto a moneda nacional óptimo, utilizando el modelo de descalce desarrollado por Calvo, Izquierdo y Talvi.

<sup>16</sup> Para mayor detalle ver Anexo 2.



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

**Cuadro N° 08  
Indicadores con valores referenciales de largo plazo**

Indicador	Valores referenciales	Rango
Ratio de deuda en moneda extranjera con respecto a moneda local	22 : 78	+ / - 3%
Ratio de tasa de interés fija respecto a variable	95 : 5	+ / - 2%
Vida media (años)	13	+ / - 2

Fuente: DGETP – MEF

En ese sentido, la estrategia continuará estando dirigida a (i) aumentar la participación de la deuda en moneda nacional; (ii) aumentar la participación de la deuda a tasa fija; y (iii) alcanzar una vida promedio de deuda que equilibre los costos y riesgos.

#### 4.1. Necesidades de financiamiento del SPNF

Las necesidades de financiamiento requeridas para los siguientes cuatro años guardan relación con las contenidas en el MMM 2019 - 2022 del SPNF y se detallan en el siguiente cuadro:

**Cuadro N° 09  
Programación de necesidades financieras MMM 2019-2022**

Año	Déficit Fiscal	% del PBI	Amortizaciones	% del PBI	Total	% del PBI
2018	22 398	3,0%	10 428	1,4%	32 826	4,4%
2019	21 592	2,7%	9 250	1,1%	30 842	3,8%
2020	16 637	1,9%	6 943	0,8%	23 580	2,7%
2021	9 310	1,0%	2 753	0,3%	12 063	1,3%
2022	9 690	1,0%	3 530	0,3%	13 220	1,3%

Fuente: MEF – DGPMDF.

**Nota 1:** El monto para el año 2019 incluye S/ 5 000 de prefinanciamiento. Con cargo a este importe, a julio de 2018 se ha emitido S/ 30,5 millones.

**Nota 2:** El monto para el año 2019 incluye S/ 2 010 millones provenientes de la emisión de un bono externo de Petroperú por US\$ 600 millones.

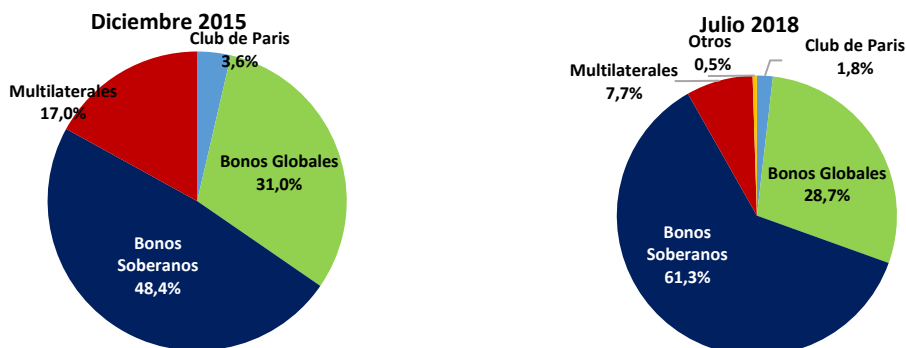
Precisamos que, en el Informe de Actualización de las Proyecciones Macroeconómicas 2018 – 2021, la estimación del déficit fiscal del SPNF se había previsto en 3,5% del PBI. En el nuevo MMM 2019-2022, se prevé que el déficit fiscal será equivalente al 3,0% y 2,7% del PBI para el año 2018 y 2019, respectivamente, debido a una revisión al alza, para el año 2018, de los ingresos fiscales en alrededor de 0,5% del PBI. Esta previsión es consistente con un nivel de la deuda pública del SPNF, que se estima llegará al 26,0% del PBI en el año 2022.

#### 4.2. Fuentes de financiamiento del SPNF

Se prevé que las fuentes de financiamiento del SPNF provendrán principalmente de la captación de recursos del mercado de capitales, a través de la emisión de títulos en moneda local y de los desembolsos provenientes de organismos multilaterales y bilaterales.



Gráfico N° 06  
Estructura de las fuentes de financiamiento del SPNF



Fuente: MEF- DGETP

#### 4.2.1. Bonos soberanos

El tamaño del mercado de valores de deuda pública local pasó de 7,8% del PBI en 2015 a 12,4% a julio de 2018<sup>17</sup>. En los últimos años, la captación de recursos mediante la emisión de bonos soberanos en soles se ha convertido en el principal vehículo de financiamiento de los requerimientos fiscales gracias a su doble papel: el de mitigar el riesgo de tipo de cambio en la estructura de la deuda bruta y el de contribuir con el desarrollo del mercado de valores de deuda pública local.

En ese contexto, en el financiamiento de los requerimientos financieros del año 2019 se seguirá privilegiando la obtención de recursos del mercado local. Así, en el MMM 2019-2022, se estima que el financiamiento del año 2019 con instrumentos emitidos por el Tesoro Público asciende a S/ 25 193 millones, de los que el 56% será dirigido a financiar el rubro apoyo a la balanza de pagos.

Un análisis realizado para estimar la demanda interna (inversionistas locales) de bonos soberanos, considerando diversos escenarios en base a las tenencias históricas, el crecimiento del saldo de fondos totales y la participación de los bonos en sus portafolios arroja que para el año 2019 el rango estimado de demanda local por estos instrumentos fluctuaría entre S/ 4 610 millones y S/ 8 819 millones. Además, al considerarse la demanda de los inversionistas no residentes, que al 31 de julio tuvieron una participación en las tenencias de bonos soberanos de alrededor del 40%, se podría obtener un importe adicional de alrededor de S/ 3 500 millones. A estos resultados se deben sumar las facilidades que ya empezaron a tener los inversionistas de negociar en la plataforma de liquidación y compensación internacional *Euroclear*, lo que permitirá incrementar progresivamente la demanda de los papeles del Tesoro.

#### 4.2.2. Bonos globales

A julio 2018, la curva de rendimiento en dólares mantiene 6 referencias que suman US\$ 9 336 millones; también se tiene 2 referencias en euros por EUR 2 100 millones. Uno de los objetivos de la EGIAP es la solarización de la deuda pública; sin embargo, por condiciones de mercado que dificulten este propósito, siempre

<sup>17</sup> El saldo de bonos soberanos a julio de 2018 asciende a S/ 90 235 millones.



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

existe la posibilidad de acudir al mercado internacional para completar las necesidades de financiamiento.

#### **4.2.3. Créditos con organismos multilaterales y bilaterales**

Los créditos con organismos multilaterales y bilaterales representan el 9,7% de la deuda total del SPNF. Al mes de julio de 2018, existen saldos por desembolsar por alrededor de S/ 15 800 millones, de este total aproximadamente el 89% son créditos pactados con organismos multilaterales y el 11% con el Club de Paris.

Una parte importante de este monto constituye la alícuota del financiamiento de los requerimientos financieros para el año 2019, importe que está destinado al financiamiento de proyectos de inversión. Debe señalarse que este tipo de préstamos cuenta con tasas de mercado relativamente bajas<sup>18</sup>, lo que permite contar siempre con esta opción para mantener la continuidad de los proyectos de inversión concertados.

---

<sup>18</sup> Sin embargo, en la medida que estos préstamos se pactan en moneda extranjera, están expuestos al riesgo de mercado asociado a los tipos de cambio.



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

### ANEXO 1: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro 2019

enero 2019							1
D	L	M	X	J	V	S	
		1	2	3	4	5	
6	7	8	9	10	11	12	
13	14	15	16	17	18	19	
20	21	22	23	24	25	26	
27	28	29	30	31			

febrero 2019							2
D	L	M	X	J	V	S	
					1	2	
3	4	5	6	7	8	9	
10	11	12	13	14	15	16	
17	18	19	20	21	22	23	
24	25	26	27	28			

marzo 2019							3
D	L	M	X	J	V	S	
					1	2	
3	4	5	6	7	8	9	
10	11	12	13	14	15	16	
17	18	19	20	21	22	23	
24	25	26	27	28	29	30	
31							

abril 2019							4
D	L	M	X	J	V	S	
	1	2	3	4	5	6	
7	8	9	10	11	12	13	
14	15	16	17	18	19	20	
21	22	23	24	25	26	27	
28	29	30					

mayo 2019							5
D	L	M	X	J	V	S	
			1	2	3	4	
5	6	7	8	9	10	11	
12	13	14	15	16	17	18	
19	20	21	22	23	24	25	
26	27	28	29	30	31		

junio 2019							6
D	L	M	X	J	V	S	
						1	
2	3	4	5	6	7	8	
9	10	11	12	13	14	15	
16	17	18	19	20	21	22	
23	24	25	26	27	28	29	
30							

julio 2019							7
D	L	M	X	J	V	S	
	1	2	3	4	5	6	
7	8	9	10	11	12	13	
14	15	16	17	18	19	20	
21	22	23	24	25	26	27	
28	29	30	31				

agosto 2019							8
D	L	M	X	J	V	S	
				1	2	3	
4	5	6	7	8	9	10	
11	12	13	14	15	16	17	
18	19	20	21	22	23	24	
25	26	27	28	29	30	31	

septiembre 2019							9
D	L	M	X	J	V	S	
1	2	3	4	5	6	7	
8	9	10	11	12	13	14	
15	16	17	18	19	20	21	
22	23	24	25	26	27	28	
29	30						

octubre 2019							10
D	L	M	X	J	V	S	
		1	2	3	4	5	
6	7	8	9	10	11	12	
13	14	15	16	17	18	19	
20	21	22	23	24	25	26	
27	28	29	30	31			

noviembre 2019							11
D	L	M	X	J	V	S	
					1	2	
3	4	5	6	7	8	9	
10	11	12	13	14	15	16	
17	18	19	20	21	22	23	
24	25	26	27	28	29	30	

diciembre 2019							12
D	L	M	X	J	V	S	
1	2	3	4	5	6	7	
8	9	10	11	12	13	14	
15	16	17	18	19	20	21	
22	23	24	25	26	27	28	
29	30	31					

Los martes de cada mes: subasta de letras del Tesoro.

Los jueves de cada mes: subasta de bonos soberanos.

De acuerdo con la Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2019, el monto máximo de bonos soberanos para colocar asciende a S/ 19 410,8 millones.

De conformidad con el artículo 16,3 del artículo 16 del Decreto Legislativo 1441, el monto máximo de saldo adeudado de letras del Tesoro se fija en la Ley de Equilibrio Financiero de Presupuesto del Sector Público, que para el Año Fiscal 2019, es de S/ 3 000 millones.

Términos y condiciones de la información contenida en este anexo: En caso que alguna fecha de subasta coincida con un día festivo, se realizará el día hábil siguiente. La Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público, previo a cada subasta, establecerá qué letras o bonos se colocarán en cada oportunidad.



## ANEXO 2: principales logros obtenidos en relación a los retos fijados en la EGIAP 2018-2021

En el marco de la EGIAP 2018-2021, se identificaron algunos retos sobre los que se han logrado los siguientes avances:

- En relación a la disponibilidad de información y predictibilidad de los flujos de ingresos y egresos, se avanzó con la implementación del Módulo de Instrumentos Financieros; sistema web mediante el que las entidades del SPNF registran información sobre la posición de sus activos y pasivos financiero. Adicionalmente, en aras de mejorar la predictibilidad de los flujos, se han tomado medidas para exigir a las entidades, de los tres niveles de gobierno, información más precisa sobre su programación de gasto.
- En cuanto al dinamismo de la gestión de los activos financieros se continuó con la progresiva incorporación de los recursos que financian el presupuesto público en la CUT; así a junio de 2018, la CUT consolidó aproximadamente el 87% de estos recursos.

Igualmente, se han dado avances en la asignación financiera respecto a la disponibilidad de fondos públicos alineada a la ejecución real de las actividades o proyectos a cargo de las entidades públicas, lo que mejora especialmente, en términos de costo, el financiamiento que proviene de la emisión de bonos soberanos, reduciendo además la acumulación de saldos de balance.

También, se tomaron medidas para promover la inversión pública, entre las que se incluyó la transferencia de partidas de pliegos del Gobierno Nacional y Gobiernos Regionales con cargo a los saldos disponibles, según proyección al cierre del Año Fiscal 2018 por las fuentes de financiamiento Recursos Ordinarios y Recursos por Operaciones Oficiales de Crédito a favor de la reserva de contingencia, recuperación de saldos de balance de algunas entidades públicas para ser asignadas por el Tesoro y autorizaciones para emplear recursos no utilizados en destinos distintos para el que fueron requeridos inicialmente.

- Desde la implementación de la Estrategia, se viene gestionando una mayor profundización y desarrollo del mercado de valores de deuda pública, evidenciando un importante incremento en el saldo de los bonos soberanos que, al cierre de julio de 2018, se posicionó en S/ 90 235 millones, representando un aumento del 89,5% respecto al año 2015, siendo los bonos 2026 y 2055 aquellos que tuvieron el mayor incremento de saldo en el período (1,3 y 1,2 veces respectivamente). Asimismo, en el mercado secundario a julio de 2018 se transaron S/ 69 946 millones (78% más en relación al año anterior), representando un incremento de 1,3 veces en relación al año 2015, siendo los bonos soberanos 2024, 2026 y 2028 los que han tenido una mayor participación. Precisamos que el crecimiento en el saldo de bonos en el mercado local se encuentra alineado con el objetivo de reducir el riesgo cambiario del portafolio de la deuda.

La confianza de los inversionistas se ve reflejada en el aumento de las tenencias, que en comparación a lo observado en el año 2015, se incrementaron en 73% para los inversionistas no residentes y en 78% para los residentes, de éstos

**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

últimos, las instituciones bancarias incrementaron su posición de bonos soberanos en 171%.

Finalmente, se tiene previsto superar las siete metas cuantitativas referenciales que se establecieron en el PAEAD 2018, referidos al ámbito del SPNF.

**Resultados proyectados de las metas cuantitativas referenciales del PAEAD 2018**

Indicador	Rango al cierre de diciembre de 2018	Resultado proyectado al cierre de diciembre 2018 <sup>1_/</sup>
Porcentaje de soles en el portafolio <sup>2_/</sup>	58,9% - 62,5%	66,3%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	85,6% - 86,2%	88,2%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	58,3% - 62,0%	65,7%
Vida media (años)	11,6 - 11,5	12,3
Reprecio medio (años)	10,9 - 11,0	11,8
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses <sup>3_/</sup>	3,0% - 3,0%	1,4%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local <sup>4_/</sup>	58,8% - 66,1%	79,4%

**Fuente** MEF - DGETP.

1\_/ Todos los indicadores mostrados corresponden al SPNF, no incluyen letras del Tesoro y son datos preliminares.

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

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

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



### ANEXO 3: visión de largo plazo

Los lineamientos y acciones de la Estrategia deben estar alineados a la visión de largo plazo de la deuda pública (monedas, vencimientos y tasas). Los indicadores de largo plazo de la Estrategia relacionados a monedas, vencimientos y tasas son los siguientes:

#### Indicadores de largo plazo

Indicador	Metas estratégicas	Rango
Ratio de deuda en moneda extranjera con respecto a moneda nacional	22 : 78	+ / - 3%
Ratio de tasa de interés fija respecto a variable	95 : 5	+ / - 2%
Vida media (años)	13	+ / - 2

Fuente: DGETP - MEF

En esta edición de la EGIAP se ha profundizado en el análisis de vencimientos y tipos de tasa de interés lográndose una mejor aproximación de las metas a alcanzar. El análisis de monedas se cubrió en detalle en la Estrategia 2018-2021.

### Vencimientos

#### *Neutralidad del vencimiento y teoría*

De acuerdo a Barro<sup>19</sup> (1995), Barro<sup>20</sup> (1979) y Sill<sup>21</sup> (1994), el vencimiento promedio de la deuda es neutral con respecto a la actividad económica según los siguientes supuestos: (i) los hogares conocen el vínculo entre restricción presupuestaria del Gobierno y relación entre impuestos actuales y futuros; (ii) las tasas de impuestos son “no distorsionantes” y no afectan a los precios relativos; y, (iii) el conjunto de opciones de portafolios de inversiones disponibles para los hogares no se ve afectado por la acción del Gobierno. Sin embargo, estos supuestos claramente no se dan en la realidad.

#### *Otros factores que guían la elección de una estructura de vencimiento*

La elección de una estructura de vencimiento de deuda se guía por factores como: (i) minimización de los costos financieros; (ii) acuerdos y compromisos presupuestarios; (iii) choques internos o externos; (iv) distribución de riesgos e (v) incentivos de los formuladores de política, entre otros. De estos factores se deduce que un vencimiento promedio muy corto puede ocasionar problemas de pago y refinanciamiento, en un contexto de baja presión tributaria<sup>22</sup> y alta volatilidad de los ingresos.

#### *Vencimiento de la deuda y su relación con la presión tributaria*

Los datos de una muestra de países comparables<sup>23</sup> a los de la región LA5<sup>24</sup> (miembros de OCDE<sup>25</sup> y ASIA EM<sup>26</sup>) junto países avanzados del G7<sup>27</sup> indican una relación inversa

<sup>19</sup> Barro, Robert (1995). “Optimal Debt Management”, NBER, Working Paper 5327, octubre.

<sup>20</sup> Barro, Robert (1979). “On the determination of Public Debt”, Journal of Political Economy, 87, octubre.

<sup>21</sup> Sill, Keith (1994). “Managing the Public Debt”. Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia, julio/agosto.

<sup>22</sup> Además de la presión tributaria, otros factores que influyen en determinar la vida promedio de la deuda son: (i) la capacidad de pago, (ii) la sostenibilidad de la deuda, (iii) el suavizamiento del pago de servicio de la deuda dentro de un contexto del nivel de presión tributaria, (iv) la volatilidad de los ingresos, y (v) la prociclicidad del gasto de Gobierno.

<sup>23</sup> Comparables en: calificaciones de deuda, ratios exportaciones a PBI, exportadores de materias primas.

<sup>24</sup> LA5: Perú, Brasil, Colombia, México, Chile. LA6 = LA5 + Uruguay

<sup>25</sup> OCDE comparables: Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Noruega, Finlandia, Letonia, Turquía, México y Chile.

<sup>26</sup> ASIA EM comparables: India, Corea del Sur, y Filipinas.

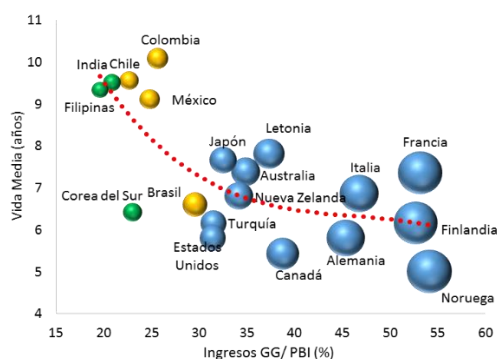
<sup>27</sup> G7: Estados Unidos, Canadá, Alemania, Francia, Japón, Italia, y Reino Unido.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”

entre vida media y presión tributaria, lo que asimismo apunta a que los Gobiernos de economías de ingresos medios con más baja presión tributaria (*proxy*: ratio Ingresos del Gobierno General / PBI) tienen más probabilidades de enfrentar una crisis de refinanciamiento, por lo que eligen una madurez más larga para mitigar este riesgo. La vida media de países con una alta presión tributaria está en torno a 7,5 años como: Francia 53,1% (7,4 años), Letonia 37,3% (7,8 años), o G7 40,6% (7,7 años); además, dentro de los países avanzados, existen diferencias importantes en la vida media: Canadá 38,8% (5,4 años, y Reino Unido 36,5% (14,9 años). Por el contrario, países que tienen una más baja presión tributaria tiene una vida media en torno a 10 años como: Colombia 25,6% (10,1 años), México 24,8% (9,1 años) o Chile 22,6% (9,6 años).

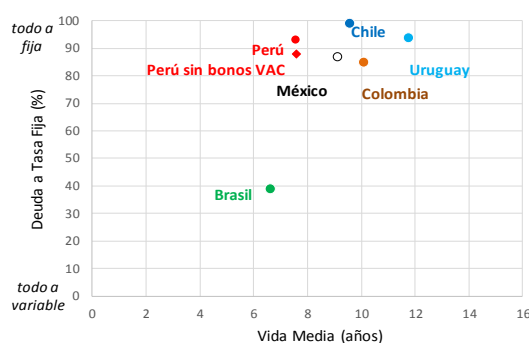
Un correlato de vida media en contraposición a la presión tributaria, para el 2017, para esta muestra de países, indica una relación inversa entre presión tributaria y vencimiento. De acuerdo al correlato<sup>28</sup> excluyendo ASIA EM, para el caso de Perú con presión tributaria igual a 18,2% (dato del FMI), correspondería un vencimiento estimado de 13,29 años. Sin embargo, aun cuando este resultado denota una buena aproximación, la falta de datos comparables conlleva a que los resultados no sean lo suficientemente robustos; ampliándose la muestra a ASIA EM comparable (India, Corea del Sur, y Filipinas), se obtiene una vida media para Perú de 10,4 años<sup>29</sup>, consistente con nuestros pares LA5.

**Ingresos GG/PBI vs.  
Vida media promedio de deuda pública, 2017**  
(Países LA5, comparables OECD y Asia EM y G7)



Fuente: Moody's, FMI Monitor Fiscal abril 2018  
Elaboración: DGETP – MEF

**Deuda pública a tasa fija vs.  
Vida media promedio, 2017**  
(Países LA6)



Fuente: Moody's; incluye bonos indexados a la inflación;  
MEF: Perú sin bonos VAC (valor adquisitivo constante).  
Elaboración: DGETP – MEF

## Tasas de interés

El nivel de las tasas de interés está determinado por: (i) la calidad del prestatario (ingresos y capacidad de pago), (ii) el tiempo al que se toma el préstamo (vencimiento), y, en el caso de los bonos, (iii) la liquidez del bono, entre otros. Estas consideraciones afectan las decisiones del Gobierno sobre el nivel de tasas de interés. Por tanto, se deduce que el costo del endeudamiento está inversamente relacionado a la fortaleza (fiscal) del país. Por otro lado, en un mundo donde es casi imposible predecir los

<sup>28</sup> En este correlato, se utilizan 16 datos; sin embargo, con este ajuste polinómico solo se pretende mostrar un hecho fáctico de la relación vencimiento vs. presión tributaria de países comparables con el nuestro. Un ajuste polinómico, excluyendo a Perú, resulta en  $y = 44,389 - 2,7029x + 0,0638x^2 - 0,0005x^3$  con  $R^2 = 0,62$ , donde  $y$  = número de años promedio de la deuda pública,  $x$ : ingresos del Gobierno General respecto al PBI.

<sup>29</sup> Si se incluyen en la muestra a países Asia EM comparables como India, Filipinas y Corea del Sur, se obtiene un nuevo ajuste polinómico para 19 datos igual a  $y = 22,001 - 0,9779x + 0,0207x^2 - 0,0001x^3$  con  $R^2 = 0,52$ .



PERÚ

Ministerio de  
Economía y Finanzas

Viceministerio de  
Hacienda

Dirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

**"DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES"  
"AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL"**

acontecimientos futuros y los vaivenes de la economía, la condición "especial" del Gobierno (de asumir compromisos presupuestales), obliga a los que deciden las políticas a optar por una posición prudente y conservadora que evite afectar el equilibrio presupuestal intertemporal, y a ponderar entre una estructura de tasas de interés fijas y/o variables. Por tanto, siendo las tasas variables las más vulnerables y que conllevan: (i) riesgos de incremento en el servicio de la deuda y (ii) necesidad de cobertura para no afectar el flujo de caja proyectado del Tesoro, el ratio objetivo de deuda a tasa variable, respecto al total del saldo de la deuda, no puede exceder de un 5% (+/- 2%)<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> La mayoría de créditos de organismos multilaterales, bilaterales o agencias son préstamos a tasas variables.



## ANEXO 4: escenarios y proyecciones sobre indicadores de deuda del SPNF

Las proyecciones contenidas en el MMM 2019-2022, que definen las metas y reglas fiscales para este período multianual, así como las perspectivas de los mercados financieros locales e internacionales que gatillarán el acceso y las condiciones en las que se captará el nuevo endeudamiento y algunas operaciones de administración de deuda previstas, constituyen los elementos necesarios requeridos para determinar el rango referencial de metas que se van a alcanzar al cierre del año 2022, para lo que se ejecutan cuatro escenarios determinísticos (base, optimista, pesimista y de estrés).

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

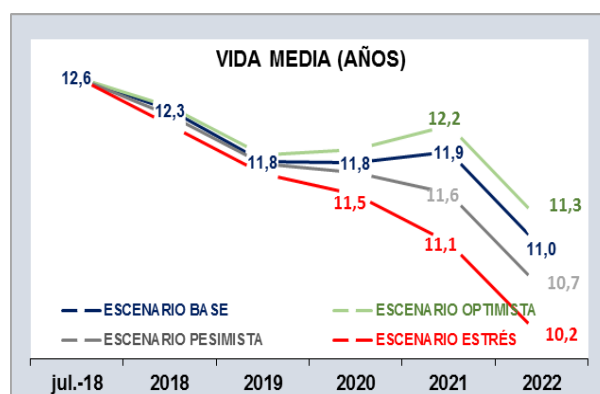
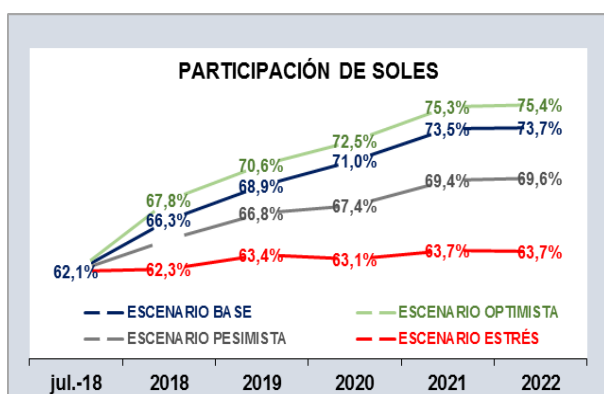
Supuestos	Escenario Base		Escenario Optimista		Escenario Pesimista		Escenario de Estrés	
	Externo	Interno	Externo	Interno	Externo	Interno	Externo	Interno
Resultado Primario (% PBI)	Entre -1,7% en 2018 a 0,5% en 2022		Entre -1,7% en 2018 a 0,6% en 2022		Entre -1,7% en 2018 a 0,1% en 2022		Entre -1,7% en 2018 a -- 0,5% en 2022	
Tasa de crecimiento real del PBI (%)	Entre 4,0% en 2018 a 5,0% en 2022		Entre 4,0% en 2018 a 5,0% en 2022		Entre 4,0% en 2018 a 4,7% en 2022		Entre 4,0% en 2018 a 4,0% en 2022	

Fuente: MEF- DGETP

## Resultados de las simulaciones y determinación del rango de indicadores

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

**Algunos indicadores de la deuda bruta del SPNF**



Fuente: MEF- DGETP

Al cierre del año 2022, se estableció el rango referencial de los indicadores de seguimiento de la deuda bruta del SPNF que se prevé alcanzar, considerando los resultados del escenario pesimista y optimista.



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

**Proyecciones referenciales de indicadores de la deuda bruta del SPNF al cierre de 2022 (\*)**

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2022
Porcentaje de soles en el saldo bruto	69,6% - 75,4%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	87,1% - 89,6%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	69,5% - 75,4%
Vida media (años)	10,7 - 11,3
Reprecio medio (años)	10,0 - 10,8
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	1,3% - 1,2%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/	82,0% - 89,8%

Fuente: MEF- DGETP

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

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

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

**Proyección del servicio y composición de la deuda bruta<sup>31</sup>**

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

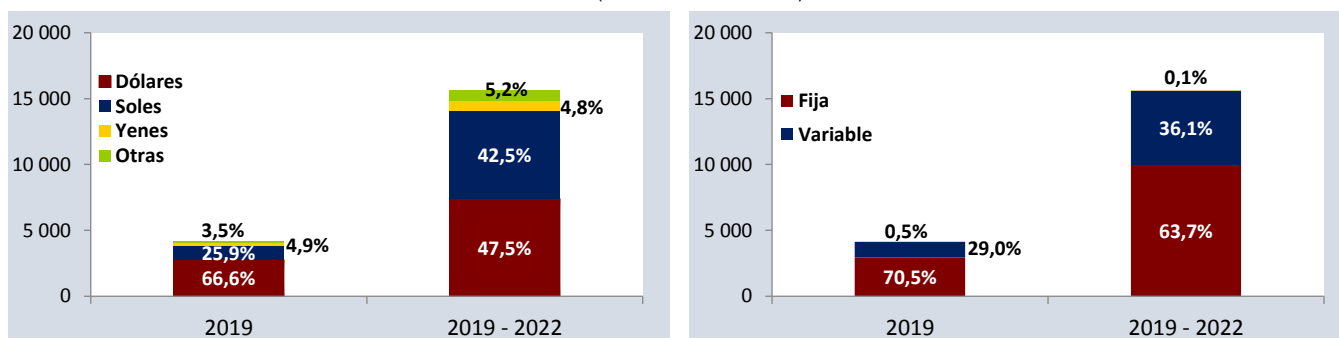
a. Proyección del servicio de la deuda bruta por monedas y tasas de interés

Las amortizaciones del año 2019 representan alrededor del 1,9% del total adeudado y el promedio de las mismas, hasta el año 2022, se ubica en alrededor del 1,2%. En términos relativos, la presión de pago del servicio de la deuda en el Presupuesto de la República pasará a fluctuar entre 7,7% y 7,8% de los ingresos anuales.

Por monedas, los soles explican alrededor del 26% en el año 2019 y el 43% para los vencimientos acumulados de los próximos 4 años. En esa misma línea, en el año 2019 los préstamos a tasa de interés fija suman el 71%, mientras que el 64% corresponde al período de los 4 años siguientes.

**Vencimientos por monedas y tasas de interés del SPNF**

(En millones de soles)



Fuente: MEF- DGETP

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

La estructura de maduración de los préstamos vigentes y de los que se esperan obtener en los próximos años continúa privilegiando los plazos mayores a cinco años; inclusive, en el año 2022, esta concentración será un poco mayor. El efecto

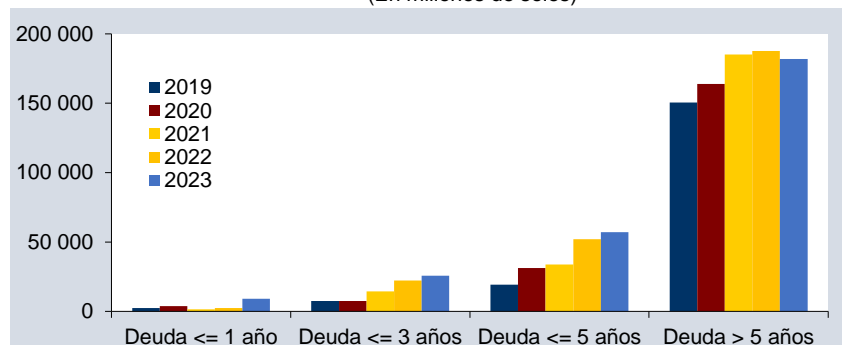
<sup>31</sup> No incluye letras del Tesoro.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
 “AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”

de esta estructura también se visualiza en el perfil de vencimientos de la deuda pública.

**Plazo al vencimiento de la deuda bruta del SPNF**

(En millones de soles)



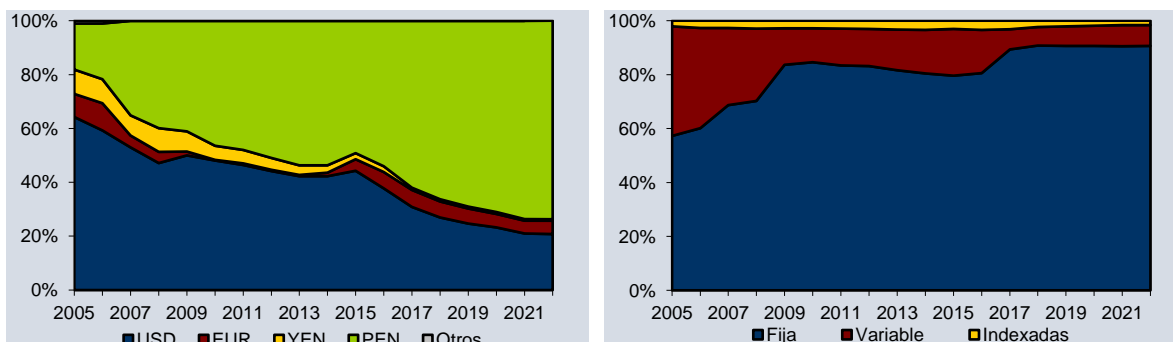
Fuente: MEF- DGETP

Así, en el escenario base, el porcentaje de vencimientos de la deuda mayor a 5 años, a diciembre del año 2022, se proyecta en alrededor del 78,3%, posición relativa similar a lo observado en los años previos. Los factores que explican esta situación están relacionados con las emisiones de bonos soberanos que se proyectan realizar (reaperturas), que incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deuda. Aun así, se espera que el indicador de vida media se ubique en alrededor de 11 años al cierre del año 2022.

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

La participación de la moneda local en el total de la deuda bruta se posicionaría en alrededor del 73,7% al cierre de 2022, superior al que se alcanzaría en el año 2017, indicador, que al cierre de julio de 2018, alcanzó el 62,1%.

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



Fuente: MEF- DGETP

La proyección del componente de tasa fija en la estructura de la deuda bruta, para los próximos años, se mantiene por encima del 85% observado a partir del año 2018, alcanzando alrededor del 89,3% al cierre del año 2022.

**Indicadores de la deuda bruta respecto al PBI y los ingresos**

En el siguiente cuadro, se observa el comportamiento, en términos relativos, de algunos indicadores de deuda respecto al PBI esperado para los próximos años a fin de analizar su viabilidad presupuestal. El saldo de la deuda es ligeramente creciente hasta el año

**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”  
“AÑO DEL DIÁLOGO Y LA RECONCILIACIÓN NACIONAL”**

2021, mientras que en el caso de los flujos, estos son crecientes hasta el año 2020, estabilizándose a partir del 2021.

**Ratios de la deuda del SPNF sobre el PBI**

(En porcentaje del PBI)

Escenario base	2019	2020	2021	2022
Deuda del SPNF/PBI	24,6%	25,6%	25,9%	23,9%
Servicio del SPNF/PBI	1,6%	1,8%	1,6%	1,6%
Amortizaciones del SPNF/PBI	0,3%	0,5%	0,2%	0,2%
Intereses del SPNF/PBI	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%

Fuente: DGETP - MEF

Por el lado de los ingresos del SPNF proyectado para los siguientes años, se analiza la evolución de la capacidad de pago. La tendencia del saldo de la deuda es, en promedio, decreciente a excepción del año 2020, mientras que los flujos son crecientes hasta el año 2020, observándose una caída en el 2021 y creciendo hacia adelante.

**Ratios de la deuda del SPNF sobre sus ingresos**

(En porcentaje de los ingresos)

	2019	2020	2021	2022
Deuda del SPNF/Ingresos	127,2%	127,8%	126,0%	116,4%
Servicio del SPNF/Ingresos	7,7%	8,5%	7,2%	7,8%
Amortizaciones del SPNF/Ingresos	1,5%	2,1%	0,8%	1,1%
Intereses del SPNF/Ingresos	6,2%	6,4%	6,5%	6,7%

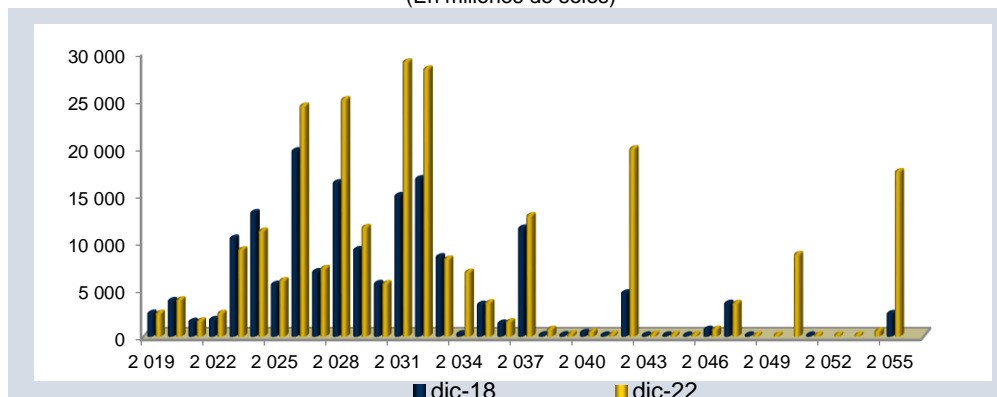
Fuente: DGETP - MEF

Otro de los objetivos de la estrategia es mejorar el perfil de vencimientos de la deuda del SPNF para evitar excesivas concentraciones de pagos, sobre todo en los años más cercanos. Así, en el siguiente gráfico, se muestra el perfil de vencimientos generado con el nuevo endeudamiento que se contrataría en el período 2019 - 2022 para financiar los requerimientos financieros y las operaciones de manejo de pasivos que se han previsto realizar.

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

**Proyección de amortizaciones de la deuda bruta del SPNF**

(En millones de soles)



Fuente: MEF- DGETP