



ESTRATEGIA DE GESTIÓN GLOBAL DE ACTIVOS Y PASIVOS

2013- 2016



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS
**ESTRATEGIA DE GESTIÓN GLOBAL
DE ACTIVOS Y PASIVOS ***

2013 - 2016

* Incluye el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda al que se refiere el artículo 14º de la Ley N° 28563, especificando sus políticas, objetivos y metas, desde una perspectiva de largo plazo compatible con las metas fiscales y con la sostenibilidad de la deuda.

Estrategia de gestión global de activos y pasivos *

MINISTRO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

Luis Miguel Castilla Rubio

VICE MINISTRO DE HACIENDA

Carlos Augusto Oliva Neyra

DIRECTOR GENERAL DE ENDEUDAMIENTO Y TESORO PÚBLICO

Carlos Adrián Linares Peñaloza

DIRECTOR DE ANÁLISIS Y ESTRATEGIA

Renzo Antonio Jiménez Sotelo

EQUIPO TÉCNICO

Luis Cubas Huallpa

Eduardo Olavegoya Hurtado

Oscar Pinedo Meza

Josué Sifuentes Rodríguez

Fanny Tenicela Mendoza

ESTRATEGIA DE GESTIÓN GLOBAL DE ACTIVOS Y PASIVOS

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2013-08103

Ministerio de Economía y Finanzas

Clasificación JEL: G18, H63, H74, H81

Palabras clave: Deuda pública, Estrategia financiera, Gestión de activos y pasivos, Política financiera, Tesoro Público

INFORMACIONES

Oficina de Relaciones con Inversionistas

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

Correo electrónico: investor@mef.gob.pe

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

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 abril del 2013



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

Mensaje del Ministro de Economía y Finanzas

El año 2012 fue un año sumamente alentador y de resultados favorables para el Perú, en un contexto de alta incertidumbre sobre el rumbo de la economía mundial, a su vez producto de los persistentes efectos de la reciente crisis financiera internacional. No obstante, aún en ese escenario, la economía peruana alcanzó un crecimiento de 6,3%, el segundo más alto en Latinoamérica, logrando generar mayores fortalezas, dentro de un clima de estabilidad de precios, superávit fiscal y adecuado manejo de la deuda pública, generando mayor confianza por parte de los inversionistas así como mejoras en las calificaciones de riesgo soberano asignadas.

Uno de los principales objetivos del Gobierno es continuar por la senda de un crecimiento sostenido, por lo cual estimamos una expansión del PBI por encima del 6%, respaldada por el impulso sostenido de la demanda interna, en particular por un crecimiento de la inversión privada de alrededor de 10%.

Asimismo, prevemos una trayectoria descendente para el ratio deuda sobre producto, el mismo que se ubicará en torno al 15% hacia el 2016, mientras que se proyecta un superávit fiscal de 1%, logros que nos permitirán continuar fortaleciendo la solvencia de la República y generando un ahorro valioso para el futuro.

Bajo ese contexto, resulta fundamental implementar una gestión responsable de los activos y pasivos financieros del Gobierno, con el fin de consolidar el equilibrio y la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Buscaremos optimizar la ejecución de las operaciones financieras, bajo un enfoque de rendimiento/costo versus riesgo, para hacer más eficiente la gestión del ahorro y la deuda públicos, los mismos que estarán prioritariamente orientados a mantener y gestionar reservas de liquidez suficientes para enfrentar eventuales situaciones de inestabilidad, a financiar los proyectos de alta prioridad e interés estratégico para el país, y a contribuir con la profundización del desarrollo del mercado de valores de deuda pública en soles.

La Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, que incluye al Plan Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda dentro del nuevo marco estratégico de gestión financiera que estamos implementando, es la herramienta que contempla los objetivos, políticas y metas fundamentales que, con una perspectiva de largo plazo, guiará la ejecución responsable de las operaciones financieras activas y pasivas del Gobierno Central, entidad institucional cuya deuda es objeto de evaluación y calificación por parte de las diferentes agencias de riesgo en todos los países del mundo.

Así, a partir de este año, adoptando las mejores prácticas y normas internacionales relacionadas con las finanzas del sector público, el objetivo principal de la estrategia a implementar tendrá como gran protagonista el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en soles, como parte de la reforma del mercado de capitales, un compromiso impostergable de este Gobierno.

Luis Miguel Castilla Rubio
Ministro de Economía y Finanzas



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

Mensaje del Director General de Endeudamiento y Tesoro Público

Es muy grato poder presentarles la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016, la misma que refleja nuestro profundo compromiso por fortalecer la transparencia y accesibilidad del mercado de valores de deuda pública, así como el natural mayor acercamiento con las diferentes entidades financieras del país, visión clave con la que responsablemente tomamos el encargo de conducir la política de endeudamiento de la República en el marco de una gestión global de activos y pasivos.

Actualmente estamos consolidando un período de transición muy importante, el cual se inició con la fusión en 2011 de la ex Dirección Nacional de Tesoro Público y la ex Dirección Nacional de Endeudamiento Público. La nueva Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público ha ido tomando las medidas necesarias para implementar una gestión estratégica de la deuda neta, variable que ayuda a reflejar mejor la situación financiera del balance del Gobierno Central. Esto incluye el afinamiento de los mecanismos que nos permitan rentabilizar de modo más eficiente y eficaz el ahorro del Tesoro Público y también formalizar la constitución de una reserva secundaria de liquidez, como elemento básico de un plan de contingencia de liquidez ante situaciones de inestabilidad por posibles desaceleraciones en el ciclo económico-financiero.

Asimismo, nos encontramos en pleno proceso de implementación de una serie de re-formas para mejorar el funcionamiento del mercado de valores de deuda pública en moneda local, en función a las mejores prácticas internacionales. Por ejemplo, se iniciará la emisión de letras para completar el tramo corto de la curva de rendimientos soberana y propiciar el acceso a ellas de los inversionistas minoristas. Asimismo, entrarán en vigencia un nuevo reglamento de bonos y un nuevo reglamento para las entidades que deseen ostentar la condición de Creadores de Mercado, introduciendo medidas clave para impulsar la competencia, liquidez y acceso a los títulos públicos.

Por otra parte, y en aras de fomentar aún más la transparencia y la buena conducta en el mercado, se ha dispuesto que el mercado de valores de deuda pública se encuentre en adelante bajo la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores. En paralelo, se promoverá la participación activa del Tesoro Público en mecanismos centralizados de negociación autorizados, con el fin explícito de dinamizar la liquidez del mercado y ayudar a preservar su estabilidad en condiciones adversas, en el marco de las nuevas políticas aprobadas.

Finalmente, quiero expresar mi plena convicción en que el cumplimiento de los objetivos trazados permitirá afianzar la confianza de los mercados e inversionistas en el enfoque integral que en adelante guiará la gestión de los activos y pasivos financieros que componen la deuda neta de la República.

Carlos Linares Peñaloza
Director General de Endeudamiento y Tesoro Público

CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN	11
2. MARCO NORMATIVO Y ESTRATÉGICO	13
3. LINEAMIENTOS DE POLÍTICA FINANCIERA	15
3.1 Profundizar el mercado de valores aumentando la deuda pública en soles	15
3.2 Mantener reservas de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad	15
3.3 Rentabilizar los fondos públicos y reducir el costo de su liquidez	16
3.4 Mantener una sana estructura de financiamiento en la deuda indirecta	16
3.5 Reducir la prociclicidad de la deuda externa como fuente de vulnerabilidad	17
3.6 Asegurar la sostenibilidad de la deuda pública neta	17
4. OBJETIVO PRINCIPAL Y METAS	19
5. ESTRATEGIA 2013 - 2016	21
5.1 Emisión de valores	21
5.2 Crédito público	23
5.3 Gestión de activos	26
5.4 Gestión de pasivos	30
5.5 Estructura del mercado	30
6. LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL	35
6.1 Activos financieros (ahorro bruto)	35
6.2 Pasivos financieros (deuda bruta)	36
6.3 Deuda pública neta	37
7. RIESGO ESTRUCTURAL DE BALANCE	37
7.1 Riesgo de liquidez	38
7.2 Riesgo de tasa de interés	39
7.3 Riesgo de tipo de cambio	41
7.4 Riesgo de concentración	44
8. RENDIMIENTOS Y COSTOS EQUIVALENTES	45
9. METAS CUANTITATIVAS PARA LA ESTRUCTURA DE DEUDA BRUTA	47
9.1 Contexto actual y perspectivas	47
9.2 Escenarios para cuantificar el rango de metas cuantitativas	48
10. PROYECCIÓN DE LA DEUDA BRUTA 2013 - 2016	49
10.1 Servicio de la deuda	49
10.2 Composición por plazo al vencimiento	51
10.3 Composición por monedas	51
10.4 Composición por tipo de tasa de interés	52
10.5 Servicio en riesgo	52
10.6 Análisis de costos	53
11. SOSTENIBILIDAD Y PERFIL DE LA DEUDA BRUTA	53
12. EVALUACIÓN DE LA EJECUCIÓN DE LA ESTRATEGIA EN 2012	55
ANEXO 1	56
ANEXO 2	57



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

1. INTRODUCCIÓN

La Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos ha sido formulada con la finalidad de dar a conocer con mayor detalle las políticas, los objetivos y las metas para la gestión de la deuda pública y los fondos que conforman el ahorro público, en forma consistente con las nuevas políticas aprobadas para la gestión de activos y pasivos financieros del Gobierno Central.

El objetivo del documento es el de constituirse en un eficaz instrumento de planeamiento multianual que también mejore la comunicación sobre la estrategia financiera del Gobierno para profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública y para promover una sana y diversificada inversión de los fondos públicos, contribuyendo al mismo tiempo a asegurar la sostenibilidad de la deuda total neta.

Por ello, el tradicional Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda ha sido asimilado dentro de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, pues, el manejo de la deuda no puede verse de modo aislado del resto de activos y pasivos financieros del Gobierno, cuyas operaciones se encuentran interrelacionadas y muchas veces tienen contrapartes comunes.

Como se sabe, a raíz de la fusión de la ex Dirección Nacional del Endeudamiento Público y la ex Dirección Nacional del Tesoro Público, la nueva Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público se encuentra implementando el nuevo marco de gestión global de los activos y pasivos financieros, con el fin de hacer un eficiente manejo de los descalces de balance a lo largo del ciclo económico. Esto no sólo permitirá determinar la oportunidad para mejorar el perfil de su deuda, sino para invertir o desinvertir los ahorros que se requieren mantener en forma contracíclica.

Este nuevo marco de actuación, que fortalecerá la gestión de la deuda pública neta dentro de los lineamientos de la política macroeconómica en general, se constituirá en el eje central para reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas frente a los choques externos adversos en los mercados financieros, para ayudar a fortalecer patrimonialmente al Estado y para consolidar el desarrollo del mercado de valores doméstico en soles.

De esta manera, las metas de largo plazo para la gestión global de la deuda y el ahorro también contribuirán a que la República mantenga su posición expectante para consolidar la explicitación de adicionales mejoras en las calificaciones de riesgo soberano ya obtenidas.

Para ello, durante el periodo 2013 – 2016 la estrategia tomará en cuenta diferentes acciones específicas, y plenamente articuladas, para la emisión de valores, para la concesión de crédito público, para la gestión de activos, para la gestión de pasivos y para el desarrollo de la estructura de mercado.

En la emisión de valores, la estrategia estará dirigida a incrementar la diversificación, a generar señales periódicas sobre vértices clave de la curva de rendimientos, a generar volúmenes de deuda atractivos para cada segmento, a no generar inestabilidad en las tasas de interés con las subastas a efectuar y a estabilizar el pago de intereses de todos los valores de deuda en el tiempo.

En el crédito público, la estrategia estará dirigida a lograr que su concertación, concesión y financiación sea incorporada también como parte de la gestión global de activos y pasivos, asegurando así la viabilidad y sostenibilidad tanto del crédito directo como del crédito indirecto, así como de la contragarantía que lo respalde, independientemente de la deuda o de los fondos que los financien.

En la gestión de activos, la estrategia estará dirigida a implementar progresivamente una gestión activa de caja, de manera segura y transparente, así como para reducir el costo de su liquidez y contribuir a mantener la estabilidad financiera, consolidando el papel del mercado de valores de deuda pública en moneda nacional como pilar fundamental para determinar la tasa de transferencia o costo de oportunidad de las diversas fuentes de fondeo y de la gestión de sus propias inversiones.

En la gestión de pasivos, la estrategia estará dirigida a mitigar el futuro riesgo de liquidez que pueda generarse a partir de la concentración de vencimientos, suavizando su perfil, y a mejorar en forma más flexible el costo financiero asociado al riesgo de tasa de interés que innecesariamente pudiera originar un volumen de refinanciación más alto para los mercados financieros, en el marco de una gestión global de activos y pasivos.

Y en lo que se refiere a la estructura de mercado, la estrategia está dirigida fundamentalmente a buscar optimizar la estructura del mercado de valores de deuda pública en soles para lo cual se requiere repotenciar la infraestructura de los sistemas con los que opera el mercado, el papel que juegan las entidades con la condición de Creadores, la capacidad para generar un mercado más contestable y competitivo, el acceso directo a la deuda pública de las personas de a pie como instrumento de ahorro, la construcción de referencias de rentabilidad libre de riesgo en soles para los fondos mutuos y los fondos de pensiones, y la reducción de riesgosistémico de compensación y liquidación de operaciones bajo ley peruana.

Finalmente, el documento detalla la composición de los activos y pasivos financieros del Gobierno Central, que es la mínima unidad económicamente relevante para la preparación de los estados financieros, no sólo para rendición de cuentas sino sobre todo para la toma de decisiones, según las Normas Internacionales de Contabilidad del Sector Público y cuya capacidad de pago es objeto de evaluación y calificación soberana por parte de las agencias de riesgo.

Asimismo, en el documento se detalla todo el riesgo estructural de balance enfrentado, los costos y rendimientos asociados y las metas cuantitativas que se prevén alcanzar, incluyendo el análisis de la proyección del servicio a atender y los tradicionales ratios de sostenibilidad y perfil de la deuda bruta.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

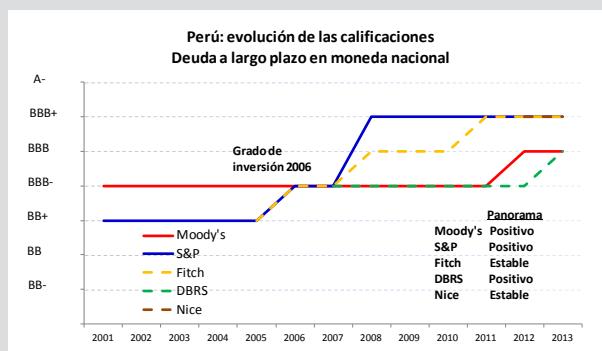
2. MARCO NORMATIVO Y ESTRATÉGICO

Para determinar las políticas, objetivos y metas que deberá observar la estrategia de gestión global de activos y pasivos, en todo momento se ha puesto especial cuidado de respetar, en forma consistente, el fondo económico de las principales disposiciones normativas involucradas con la gestión de la estrategia financiera del Tesoro Público, como referente de la Hacienda Nacional.

Según el artículo 14º de la Ley N° 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento y modificatorias, la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público, tienen como parte de sus atribuciones la facultad de formular el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda del Gobierno Central, especificando sus políticas, objetivos y metas compatibles con las meta fiscales y la sostenibilidad de la deuda, desde una perspectiva de largo plazo.

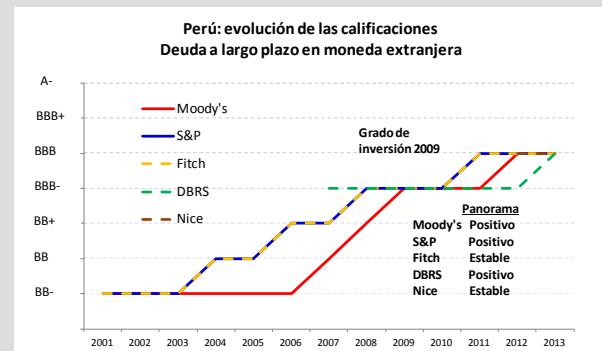
RECUADRO N°: 1 EVOLUCIÓN DE CALIFICACIONES CREDITICIAS DE LA DEUDA DE LA REPÚBLICA

La calificación crediticia de la deuda a largo plazo denominada en moneda nacional y extranjera de largo plazo de la República ha mejorado notoriamente en la última década.



Fuente: MEF-DGETP

En la actualidad, la República mantiene una calificación crediticia de BBB+ para la deuda denominada a largo plazo en moneda nacional en tres (S&P, Fitch y Nice) de las cinco agencias de riesgo que emiten una calificación, mientras que para la deuda a largo plazo en moneda extranjera mantiene asignada una calificación de BBB en las cinco agencias de riesgo.



Fuente: MEF-DGETP

Asimismo, en virtud de los literales p), q) y r) del artículo 6° de la Ley N° 28693, Ley General de Sistema Nacional de Tesorería, la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público tiene como atribución, en forma exclusiva y excluyente, la ejecución de todo tipo de operaciones que contribuyan al desarrollo del mercado de valores, la constitución de una reserva secundaria para enfrentar situaciones de inestabilidad financiera que afecten la liquidez de los recursos ordinarios para la ejecución del Presupuesto de Caja o la liquidez de los mercados de valores o de los mercados de créditos a los que ordinariamente recurre para captar fondos, y el establecimiento de las políticas y criterios para la gestión de fondos de las empresas no financieras y demás entidades del sector público a través de depósitos y todo tipo de inversiones, en el marco de una gestión global de activos y pasivos.

Y según el artículo 9° del Decreto Legislativo N° 1012, Ley Marco de Asociaciones Público-Privadas, los proyectos de inversión que resulten clasificados como cofinanciados deben cumplir la Ley del Sistema Nacional de Inversión Pública, la Ley del Sistema Nacional del Endeudamiento y sus modificatorias y demás normas correspondientes. En tal sentido, el último párrafo del artículo 54° de la Ley 28563 establece que las bases de subasta de un proyecto o programa que será materia de concesión y que cuente con garantías del Gobierno, antes de su aprobación, requiere la opinión favorable de la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Públicos sobre estructura de financiamiento.

Por otro lado, según el artículo 2° de la Ley N° 27245, Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal y modificatorias, debe observarse que, como principio general, el Estado debe asegurar el equilibrio o superávit fiscal en el largo plazo, acumulando superávit fiscales en los períodos favorables y permitiendo únicamente unos déficit fiscales moderados y no recurrentes en los períodos de menor crecimiento.

Finalmente, según los artículos 7° y 8° de la Ley 28112, Ley Marco de la Administración Financiera del Sector Público, el Tesoro Público centraliza, custodia y canaliza los fondos y valores de la Hacienda Pública y el Endeudamiento Público que permite obtener financiamiento externo e interno para atender parte de los requerimientos establecidos en el Presupuesto Público, de acuerdo con la capacidad de pago correspondiente.

Los documentos que establecen metas e indicadores estratégicos para el Sector Economía y Finanzas en general, o para el Ministerio de Economía y Finanzas en particular, y que han sido tomados en cuenta para la formulación de la estrategia, son la Resolución Ministerial N° 807-2011-EF/41 Plan Estratégico Sectorial Multianual 2012-2016 (PESEM), la Resolución Ministerial N° 880-2011-EF/ 41 Plan Estratégico Institucional 2012-2016 (PEI) y la Resolución Ministerial N° 009-2013-EF/41 Metas e Indicadores de Desempeño del Sector Economía y Finanzas 2013.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

3. LINEAMIENTOS DE POLÍTICA FINANCIERA

Teniendo en cuenta como principales criterios de legitimidad el marco normativo y estratégico antes descrito, la gestión de la deuda y la tesorería mantendrá en adelante como principales directrices los lineamientos de política financiera siguientes:

3.1 PROFUNDIZAR EL MERCADO DE VALORES AUMENTANDO LA DEUDA PÚBLICA EN SOLES

El mercado de valores de deuda pública en moneda local es uno de los pilares más importantes para el desarrollo del sistema financiero. No obstante, pese a los significativos esfuerzos realizados en los años anteriores por disminuir el nivel de dolarización de la deuda pública directa, que en 2002 alcanzó el 85%, el Perú aún mantiene un nivel que supera el 50%, uno de los niveles de dolarización más altos de los países con similar calificación de riesgo. Asimismo, el tamaño del mercado de valores de deuda pública en soles, que en 2002 equivalía al 3% del producto interno bruto, actualmente bordea el 6% y no se transa en mecanismos centralizados de negociación supervisados.

Para reducir dichas brechas, en adelante se establecerán subastas ordinarias de valores de deuda pública y se incentivará la negociación a través de mecanismos centralizados autorizados, donde el Tesoro participará con el fin expreso de profundizar el desarrollo del mercado como principal vehículo de ahorro interno e inclusión financiera. De este modo, en 2016 se espera reducir la dolarización de la deuda pública al 30%, más cerca del promedio que tienen los países con clasificación BBB, y al mismo tiempo se estima que el tamaño del mercado de valores de deuda pública en soles bordee el 10% del PIB. Este esfuerzo será también una señal importante para reducir la dolarización financiera del crédito otorgado al sector privado, la que no sólo representa una vulnerabilidad sistémica no diversificable para la estabilidad financiera del país, sino que también implica una desventaja para que la República aspire a más altos niveles de calificación de riesgo.

3.2 MANTENER RESERVAS DE LIQUIDEZ PARA ENFRENTAR SITUACIONES DE INESTABILIDAD

Profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública le permite al Tesoro Público, como externalidad positiva, reducir el costo financiero del manejo de la liquidez de sus propios ahorros, y los del sistema financiero en general, ya que se reduce la incertidumbre de los tenedores de dichos títulos acerca de la liquidez futura y el riesgo de precio de dichos valores. Esto genera también la mejora de la capacidad de financiamiento y refinanciamiento del Estado, minimizando además los costos directamente asociados a su emisión. No obstante, existen situaciones de inestabilidad financiera que podrían poner en riesgo este círculo virtuoso.

Por ello, las buenas prácticas internacionales requieren no sólo del mantenimiento de una reserva primaria o colchón básico de recursos líquidos para tiempos ordinarios y de una activa gestión de los pasivos financieros para mantener el interés de los mercados financieros, sino de la constitución de una reserva secundaria, como colchón complementario de liquidez al cual se pueda recurrir en períodos de inestabilidad, como parte de un plan de contingencia, cuando temporalmente la recaudación ordinaria de ingresos pueda ser insuficiente o cuando los mercados para captar fondos puedan haberse cerrado.

3.3 RENTABILIZAR LOS FONDOS PÚBLICOS Y REDUCIR EL COSTO DE SU LIQUIDEZ

Para asegurar el equilibrio fiscal en el largo plazo, se requieren acumular ahorros estratégicos de excedentes en los períodos favorables del ciclo económico-financiero para luego poder utilizarlos en los períodos de menor crecimiento del mismo. Sin embargo, para preservar la capacidad adquisitiva de dichos ahorros en el tiempo, y reducir el costo de su liquidez, se requiere implementar mecanismos adecuados para que dichos fondos generen rendimientos en función a su costo de oportunidad en el mercado, diversificando el riesgo sistémico mediante la desconcentración de contrapartes, y desde el mismo día en el que son pagados por cada contribuyente.

En tal sentido, se darán los pasos necesarios para hacer la recaudación con depósitos referenciados directamente en cuentas bancarias a nombre del Tesoro Público.

A través de dichas referencias, el agente tributario podrá identificar automáticamente la naturaleza de los ingresos, así como todas las características del contribuyente involucrado. De esta forma, también se facilitará la implementación de una gestión activa de caja en el mercado, de modo similar a como lo hacen los Tesoros Públicos de otros países, contribuyendo a generar importantes ingresos adicionales que le permitan al propio Tesoro acelerar su proceso de modernización y disminuir sus diferencias de infraestructura frente al sector privado.

3.4 MANTENER UNA SANA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO EN LA DEUDA INDIRECTA

En un país como el Perú, con un déficit de infraestructura tan grande y con una meta prudente de mantener estabilizada la deuda directa en un nivel máximo cercano al 15% del producto interno bruto, la utilización de concesiones de obra pública participadas con el sector privado se hace inevitable. No obstante, en los casos en los que los proyectos a concesionar no sean autosostenibles, la generación de deuda indirecta a través de avales, fianzas o algún otro tipo de garantía financiera por parte del Gobierno debe estar limitada sólo a aquellos proyectos cofinanciados en los que se asegure un sano equilibrio económico-financiero durante toda la vida de cada operación, según las mejores prácticas internacionales.

El fin es contar, desde su concepción, con eficaces mecanismos contractuales que permitan reestablecer una adecuada distribución de incentivos y de riesgos a lo largo del tiempo, asegurando a la participación privada una rentabilidad promedio en función del riesgo asociado al sector involucrado, siempre que cumpla con todas sus responsabilidades y, al mismo tiempo, asegurar que la eventual transformación de la deuda pública indirecta en deuda pública directa también sea consistente con la estrategia financiera vigente. Asimismo, para reflejar todo esto con la adecuada transparencia, se requiere acelerar el proceso de convergencia del control y la contabilización patrimonial de todas las concesiones de obra pública bajo las mejores prácticas y las normas internacionales de contabilidad del sector público emitidas.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

3.5 REDUCIR LA PROCICLICIDAD DE LA DEUDA EXTERNA COMO FUENTE DE VULNERABILIDAD

En un contexto en el que el sector privado peruano ha incrementado muy rápidamente su deuda externa en los últimos años, manteniendo un déficit de cuenta corriente financiado con inversiones del exterior que no serán infinitas, se promoverá más agresivamente que el financiamiento público y privado descance en el ahorro interno en lugar del ahorro externo.

La promoción del ahorro interno también ayudará a profundizar el desarrollo del mercado de valores local en soles como elemento clave para lograr un sistema financiero más desarrollado y reducir este importante factor de vulnerabilidad que puede terminar afectando la estabilidad financiera de la que el país se ha venido beneficiando. De esta forma, hacia el 2016 se espera reducir la deuda pública externa a un nivel similar o menor al del promedio de los países BBB.

3.6 ASEGURAR LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA NETA

En un ambiente de elevados precios de exportación de materias primas y generación de superávit fiscales, el mantenimiento de al menos un saldo mínimo de deuda pública bruta se justifica principalmente por la mayor necesidad de mantener una curva de rendimientos libre de riesgo como referencia para facilitar el acceso de las empresas locales al mercado de valores local para financiarse y para apoyar la liquidez y el desarrollo del mercado en moneda nacional.

El ahorro acumulado gracias al superávit disminuirá el saldo de deuda pública neta y permitirá asegurar su sostenibilidad aún en futuros escenarios de estrés, pues, se preservará anticipadamente la capacidad de pago de la deuda bruta evitando tener que incrementarla precisamente en los momentos menos adecuados para financiarse en el mercado, cuando la prima de riesgo se dispara, como se ha vuelto a observar en la reciente crisis financiera internacional. Más bien, en forma contracíclica, para entonces se buscará contar con amplias líneas de crédito disponibles con los organismos multilaterales como parte de los planes de contingencia de liquidez que se están implementando.

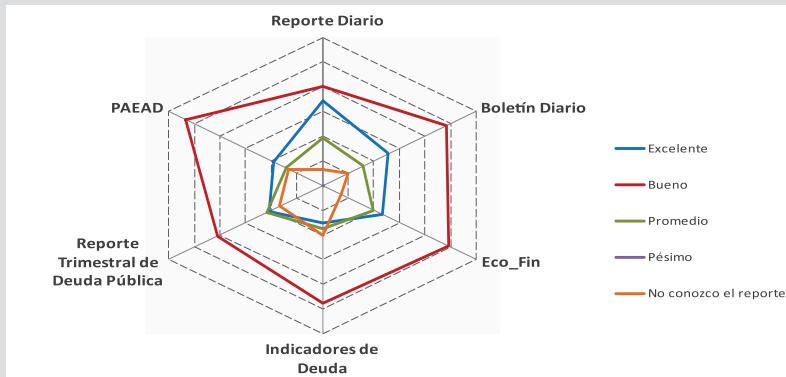
RECUADRO N° 2: ENCUESTA SOBRE NIVEL DE SATISFACCIÓN DE INVERSIONISTAS

Durante el mes de julio de 2012 se llevó a cabo la Encuesta de Satisfacción de Inversionistas correspondiente al período junio-2012 / junio-2011 con la finalidad de recabar información relevante que permita mejorar la calidad de los servicios de información que periódicamente se viene reportando al mercado. Para ello, se contó con una base de datos de más de 500 contactos de las principales entidades y partícipes referentes del mercado financiero, tanto a nivel local como a nivel internacional, tales como: entidades de crédito, fondos de pensiones, fondos de inversión, gestores globales de portafolios, entre otros inversionistas institucionales.

Durante el año en evaluación se habían implementado una serie de cambios a los portales en castellano e inglés de la Oficina de Relaciones con Inversionistas (www.mef.gob.pe/inversionistas y www.mef.gob.pe/investor), los que fueron desde la generación de rutas de acceso simplificadas a los principales reportes, el reordenamiento y estandarización de vínculos, la actualización y mejora de la calidad de la información disponible, hasta el establecimiento de tiempos óptimos de respuesta para las consultas recibidas por los buzones de correo (inversionistas@mef.gob.pe e investor@mef.gob.pe) habilitados como canal directo de comunicación con inversores.

Estrategia de gestión global de activos y pasivos *

Los resultados alcanzados en la encuesta fueron muy favorables, siendo todos los reportes considerados como: “útil” y “muy útil” en más del 80% de los casos, lo que refleja una valoración global favorable para los principales reportes evaluados.



Fuente: MEF-DGETP

Cabe precisar que la realización de dicha encuesta también ha sido un factor determinante en la mejora recibida por el Perú en esta materia, según consta en el último reporte sobre la “Valoración y Manejo de Relaciones con Inversionistas y Transparencia de Información” elaborado por el Instituto Internacional de Finanzas (IFF), en el que el Perú mejoró su calificación de 35 a 36 puntos dentro un total de 38 aspectos evaluables, pasando de un grado de cumplimiento de 92,1% a 94,7%. Así, la encuesta contribuyó a alcanzar una puntuación más favorable en el rubro de las actividades de autoevaluación que se considera deben realizar las Oficinas de Relaciones con Inversionistas.

Dicho reporte también destaca que, desde el establecimiento formal de la Oficina de Relaciones con Inversionistas en el año 2006, el Perú ha fortalecido sus buenas prácticas en esta materia principalmente por la difusión de reportes acordes con las necesidades de los inversores lo cual ha generando mayor confianza y menor volatilidad en el mercado. De igual forma, se resaltan las recientes mejoras en las calificaciones de riesgo obtenidas por la República en un contexto de deterioro generalizado de las condiciones económicas globales.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

4. OBJETIVO PRINCIPAL Y METAS

El objetivo principal de la gestión global de activos y pasivos financieros a implementar en adelante, teniendo en cuenta las modificaciones legales y estratégicas introducidas en el último año, queda formulado de la siguiente manera:

Profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local y cubrir los requerimientos financieros derivados de la gestión de la deuda y la tesorería, en el marco de un manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas.

Este nuevo objetivo principal se enmarca y complementa con las directrices estratégicas generales formuladas, en el marco del Plan Estratégico Sectorial Multi-anual 2012-2016, para el largo plazo:

Para mantener el equilibrio fiscal y la eficiencia financiera:

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

Para mantener la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera:

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

Para profundizar el desarrollo del mercado de valores:

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

Para desarrollar el sistema financiero con una mayor inclusión financiera:

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

Por otro lado, tanto en el PESEM como en el PEI existe un abanico de metas ya aprobadas que son aplicables a la gestión de la deuda y la tesorería. Para ello, el Tesoro Público debe formular una estrategia para alcanzar el equilibrio entre la predictibilidad que requiere mantener el emisor de referencia para el desarrollo del mercado y la flexibilidad oportuna que se requiere para enfrentar a los mercados financieros cada vez más volátiles e integrados,

Estrategia de gestión global de activos y pasivos *

cubriendo los requerimientos financieros derivados de la gestión de la deuda y la tesorería (Cuadro N° 1).

Asimismo, según el artículo 13º del Decreto Legislativo N° 1012, el saldo de compromisos firmes y contingentes cuantificables, netos de ingresos, asumidos por el Sector Público No Financiero y calculado a valor presente no podrá exceder de 7% del Producto Bruto Interno.

Finalmente, a nivel de las Políticas Nacionales de Obligatorio Cumplimiento aprobadas por el Decreto Supremo N° 027-2007-PCM, se tienen metas relacionadas las siguientes: (i) el avance del proyecto para que las personas puedan ahorrar adquiriendo valores de deuda pública por Internet, (ii) la elaboración de un estudio de mejoras a la infraestructura tecnológica del mercado de valores de deuda pública, (iii) la organización de un portal de educación financiera dirigido a difundir el conocimiento del mercado de valores de deuda pública entre los jóvenes, (iv) la difusión electrónica de boletines e informes diarios a los inversionistas y (v) la publicación mensual de los resultados de las subastas de fondos públicos.

CUADRO N° 1: METAS APROBADAS EN EL PESEM Y EL PEI

Objetivos generales	Indicadores	Base 2012	Meta 2016
Política fiscal y financiera responsable	Deuda pública como proporción del Producto Bruto Interno (PBI). Frecuencia de negociación de los valores de referencia de la deuda pública en condiciones normales.	21% 70%	15% 80%
Objetivos específicos	Indicadores	Base 2012	Meta 2016
Fortalecimiento de la liquidez del mercado de deuda pública para mantener la estabilidad financiera	Emisiones con saldo mínimo de S/. 3 mil millones sobre total de emisiones de referencia para no residentes.	57%	75%
Manejo eficiente de la deuda pública como parte de una gestión global de activos y pasivos	Participación de la moneda nacional en la deuda pública.	48%	70%
Mejora de las condiciones para la gestión de la tesorería de las entidades no bancarias	Número de subastas de operaciones de tesorería.	12	48
Fortalecimiento del proceso de modernización de la gestión de tesorería	Participación de entidades en mecanismos centralizados para subastas de fondos públicos.	20%	80%
Fortalecimiento institucional de la capacidad de gestión financiera	Número de tesoreros capacitados al menos 8 horas por año.	300	500

Elaboración: MEF-DGETP



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

5. ESTRATEGIA 2013- 2016

Formulado el marco de políticas, objetivos y metas a tener en cuenta, a continuación se detallan los aspectos públicos más relevantes de la estrategia de gestión global de activos y pasivos a implementarse entre los años 2013 y 2016:

5.1 EMISIÓN DE VALORES

En la emisión de valores, la estrategia estará dirigida a incrementar la diversificación de la deuda entre diversas contrapartes, a generar periódicamente señales sobre vértices clave de la curva de rendimientos, a generar volúmenes de deuda atractivos para cada segmento, a no generar inestabilidad en las tasas de interés con las diferentes subastas a efectuar y a estabilizar el pago de intereses de toda la deuda en el tiempo.

De este modo, la estrategia de emisión tomará en cuenta principalmente las siguientes líneas de acción:

- a) Acceso en las subastas ordinarias del mercado primario a un mayor número de entidades para diversificar la base de inversionistas

Los nuevos reglamentos de letras y de bonos permitirán que ingresen directamente a las subastas ordinarias del mercado primario a agencias de bolsa, fondos mutuos, cajas municipales, compañías de seguros, entre otros, dándoles la oportunidad de generar mayor competencia y de dinamizar los diferentes segmentos o nichos de este mercado de valores de deuda pública. Dichas entidades podrán participar tanto con propuestas competitivas (poniendo su rendimiento mínimo solicitado) como con propuestas no competitivas (aceptando adjudicarse al rendimiento promedio de la subasta), ampliando directamente la base de inversionistas locales e indirectamente la liquidez potencial de los títulos de la deuda pública.

RECUADRO N° 3: TIPOS DE SUBASTA DE LOS TÍTULOS DEL TESORO PÚBLICO

Independientemente del sistema que se utilice, las subastas de emisión de letras y bonos del Tesoro Público podrán ser de dos tipos:

Subastas ordinarias: Son aquellas que tienen el propósito expreso de cumplir con el objetivo de desarrollo del mercado de valores de deuda pública y para las cuales se ha establecido un cronograma y unos montos mínimos o máximos de referencia, con el fin de dar una mayor predictibilidad a los agentes del mercado.

Subastas especiales: Son aquellas que tiene el propósito tradicional de atender los requerimientos financieros derivados de la gestión de la deuda y la tesorería cuando existan oportunidades en el mercado, razón por la cual no tienen un calendario predefinido. Las subastas especiales pueden ser de emisión, recompra o reventa, indistintamente.

b) Oferta de letras para completar la parte corta de la curva soberana en soles nominales para incentivar el ahorro minorista.

Tanto las empresas del sector real como del sector financiero podrán tener una referencia periódica y accesible para mejorar su acceso al mercado de valores de deuda privada local, facilitándoles la emisión de certificados, letras, pagarés y papeles. Para ello, en la subastas ordinarias del Tesoro, que tienen como función específica desarrollar el mercado, se emitirán quincenalmente letras representativas de los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses (4 vértices) por un monto referencial no mayor de S/. 15 millones por cada uno y por un saldo total que no excederá los S/. 400 millones al cierre del año presupuestal 2013 y podrá variar en los siguientes años. Las emisiones se harán de forma atomizada para incentivar, al mismo tiempo, el ahorro minorista local por medio de instrumentos que, por su menor plazo, tienen una limitada exposición al riesgo de mercado.

c) Oferta de bonos de referencia para la parte media y larga de la curva soberana en soles nominales

En el tramo medio y largo de la curva, para las nuevas subastas ordinarias que implementará el Tesoro Público, se emitirán quincenalmente bonos de referencia en soles nominales representativos de los plazos de 5, 10, 15 y 30 años (4 vértices) por un monto referencial no menor de S/. 15 millones cada uno, según el cronograma aprobado. Dichos bonos también podrán ser objeto de emisión en las subastas especiales, que tienen como función dirigirse a grandes inversionistas institucionales e inversionistas no residentes, cuando existan oportunidades en el mercado. En cualquier caso, el saldo vivo de dichos bonos de referencia no superará los S/. 2,000 millones para valores con menos de 10 años ni los S/. 4,000 millones para valores con más de 10 años de vida residual.

d) Nuevas señales al mercado de valores de deuda privada con bonos de referencia en la curva soberana en soles reales o indexados a inflación

Para el sector empresarial, los valores de deuda indexada a inflación tienen la ventaja de poder calzar procíclicamente la magnitud del costo financiero de su deuda con el dinamismo que enfrentan sus precios de venta y el valor real de sus activos fijos. De modo análogo, para el sector gubernamental, la ventaja de dichos valores es que, al estar correlacionados positivamente con la recaudación tributaria, facilitan la estabilización del ratio de deuda a producto interno bruto. En cualquier caso, estos instrumentos proveerán nuevamente información valiosa sobre las expectativas de inflación. Por dicha razón, en las subastas ordinarias para el desarrollo de mercado se volverá a emitir bonos representativos de los plazos de 5 y 30 años (2 vértices) con un monto de referencia mensual no mayor de S/. 15 millones para cada uno. Con ello, también se espera poder ayudar a crear nuevas oportunidades de diversificación en el mercado local, tanto para emisores como para inversionistas.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

RECUADRO N° 4: REUNIONES CON LOS PARTICIPANTES DEL MERCADO PARA EL REGLAMENTO DE LETRAS

La emisión de letras por parte del Tesoro Público es una tarea clave para profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública local, completar el tramo corto de la curva de rendimientos en nuevos soles y ampliar la base de inversionistas, objetivos contemplados en los planes rectores de la estrategia de gestión global de los activos y pasivos de la República. Dichos títulos estarán orientados en primera instancia a inversionistas locales minoristas que busquen canalizar sus excedentes de liquidez en instrumentos de corto plazo y de bajo riesgo.

La puesta en marcha de este proyecto ha requerido de la estrecha coordinación con las principales entidades del mercado como la Bolsa de Valores de Lima, las Sociedades Agentes de Bolsa, la Superintendencia del Mercado de Valores y CAVALI. Los resultados de las reuniones realizadas fueron sumamente positivos, así, se logró que la BVL aprobara una comisión de S/. 0 para la negociación de letras a través de la Rueda de Bolsa durante un año y que CAVALI aprobara una comisión de S/. 1 por inversionista y operación con letras durante el primer año. Asimismo, la SMV aprobó una contribución de S/. 0 para todas las operaciones con valores representativos de deuda emitidos por el Gobierno Central hasta el 2016.

En dicho contexto fue aprobado el “Reglamento de Letras del Tesoro Público vía el Decreto Supremo N° 051-2013-MEF. Para el año 2013 se ha dispuesto una emisión total de hasta 400 millones de soles en letras, los cuales estarán distribuidos en emisiones de frecuencia quincenal para cada uno de los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses.

e) Estabilización del pago de intereses de la deuda en el tiempo con la estandarización de cupones

Siguiendo las mejores prácticas internacionales implementadas por otros países con mercados de valores de deuda pública más desarrollados, y también con el objetivo de facilitar los pronósticos macro económicos, todos los nuevos bonos de entre 10 y 30 años de vida residual que se emitan por primera vez serán estandarizados con un principal no amortizable y con tasas cupón de 6% para soles nominales y de 4% para soles indexados, tasas que corresponden a los rendimientos implícitos que se esperan en promedio para el largo plazo en el mercado peruano y son consistentes con la meta de inflación vigente. Los nuevos bonos en soles nominales tendrán como vencimiento los años impares, en tanto que los bonos en soles indexados vencerán en los años pares. Esta estandarización también facilitará la futura programación del servicio de la deuda y su perfilamiento dinámico en el tiempo, minimizando los costos de transacción.

5.2 CRÉDITO PÚBLICO

En el crédito público la estrategia estará dirigida a lograr que su concertación, concesión y financiación sea incorporada también como parte de la gestión global de activos y pasivos, asegurando la viabilidad y sostenibilidad tanto del crédito directo como del crédito indirecto que se otorgue, así como de la contragarantía que lo respalde, independientemente de la deuda o de los fondos que los financien.

Estrategia de gestión global de activos y pasivos *

RECUADRO N° 5: DEMANDA ESTRUCTURAL PROMEDIO DE BONOS EN 2013 - 2016

De acuerdo al anterior marco de reglas en el mercado de valores de deuda pública, se ha proyectado la demanda estructural de bonos soberanos para el periodo 2013-2016 por parte de los principales inversionistas institucionales (fondos de pensiones, fondos mutuos, seguros y entidades bancarias) sobre la base de una estimación del crecimiento de sus portafolios de inversión y la participación promedio que han tenido los bonos soberanos en dichos portafolios. Esta cuantificación es importante porque da una visión más clara de la viabilidad de sustituir una mayor proporción de las necesidades financieras ordinarias del Gobierno Central en moneda local, además de prever el ritmo al que podría irse modificando e incrementando la composición de la deuda denominada en nuevos soles para desarrollar el mercado de valores de deuda pública.

Demanda proyectada de bonos soberanos en el Perú

Años	Fondo de pensiones	Bancos	Seguros	Fondos mutuos	Total
2013	2 040	1 179	193	138	3 550
2014	1 983	959	189	76	3 205
2015	2 642	2 020	184	248	5 094
2016	2 232	1 169	179	80	3 661

Elaboración: MEF-DGETP

De los cálculos efectuados se puede apreciar que, sólo por crecimiento vegetativo, y sin tomar en cuenta el favorable impacto de las nuevas reglas, el monto promedio anual de demanda estructural de bonos para el periodo 2013-2016 supera holgadamente los S/. 3 000 millones por año. Estas cifras son más conservadoras si se considera que las participaciones de los principales inversionistas institucionales en el Perú se encuentran muy por debajo de las participaciones que tienen similares instituciones en otros países latinoamericanos de similar calificación, en donde los mercados de bonos, públicos y privados, son mayores que los mercados de acciones.

Bonos soberanos en el portafolio de los inversionistas locales en 2011

Empresas	Brasil	México	Colombia	Perú
Fondo de pensiones	49%	49%	18%	14%
Bancos	37%	16%	36%	6%
Seguros	30%	31%	22%	9%
Fondos mutuos	45%	37%	12%	11%

Fuente: MEF y bancos centrales de Colombia, México y Brasil

Cabe resaltar que el análisis no consideró la demanda potencial por parte de las entidades de crédito no bancarias, ni de las empresas no financieras u otro tipo de inversionistas locales que actualmente no tienen acceso a las subastas de valores de deuda soberana en nuevos soles.

De este modo, la estrategia de crédito público tomará en cuenta principalmente las siguientes líneas de acción:

- Optimizar el uso del crédito público directo financiado con deuda proveniente de organismos financieros internacionales en función a los ciclos

La utilización del financiamiento ofrecido por los organismos financieros internacionales en adelante será armonizada con el objetivo principal de la estrategia de profundización del desarrollo del mercado de



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

valores local en soles. Esto implica que en etapas de estabilidad financiera, como las actuales, se priorizará el financiamiento con la emisión en el mercado de valores local para buscar la reducción de la deuda externa y la liberación de líneas de crédito para que puedan ser utilizadas de manera contingente en los futuros ciclos de restricción de liquidez o de volatilidad de los mercados financieros, pues, precisamente uno de los objetivos de estos organismos es aportar un financiamiento contracíclico a sus miembros.

RECUADRO N° 6: MEJORES PRÁCTICAS EUROPEAS EN CONCESIÓN DE OBRA PÚBLICA

Desde hace casi 20 años, las participaciones público-privadas (PPP) constituyen la nueva fórmula que usan varios países desarrollados para promover las inversiones en obras y servicios públicos, así como para el desarrollo de infraestructura en general. Esta fórmula no sólo es utilizada por los gobiernos centrales de cada país, sino también por los gobiernos regionales y gobiernos locales. Dada la ya importante experiencia acumulada en esos países desarrollados, existe un amplio consenso sobre las recomendaciones que deben ser tomadas en cuenta en los pliegos por medio de los cuales se convoca a la licitación de la construcción, financiación y operación de infraestructuras en concesión. Según dicha experiencia, debe existir:

Distribución equilibrada de riesgos entre el Estado y el concesionario

- Mantener el equilibrio económico-financiero y contar con mecanismos contractuales para corregir los desequilibrios que generen perjuicios a cualquiera de las partes durante la concesión.

Determinación justa del rendimiento mínimo y el rendimiento promedio

- El rendimiento mínimo para el concesionario no deberá exceder la tasa libre de riesgo.
- El rendimiento promedio debe incluir la prima de riesgo asociada al sector donde se invierte.
- Rentabilidades pactadas según la moneda funcional del concedente (Estado).
- Rentabilidades nominales o ajustadas a la inflación.

Esquema de compensaciones frente al riesgo de demanda

- El Estado debe compensar al concesionario en el caso de no haber demanda mínima.
- El Estado debe participar del reparto de beneficios cuando el concesionario, por exceso de demanda, obtiene ingresos por encima de la rentabilidad promedio pactada.

Garantizar un eficiente sistema de evaluación del cumplimiento de las prestaciones

- Premiar o castigar de modo significativo los beneficios de la concesionaria, según criterios evaluable, el estado de conservación y la disponibilidad del servicio de la infraestructura.
- Se requiere de personal de elevado nivel técnico para garantizar una supervisión de calidad.

Inversiones realizadas por concesionarias con altos estándares técnicos y económicos

- Orientadas a brindar un servicio óptimo, producto de las continuas mejoras que deben realizarse en función a las necesidades de los usuarios durante el período de la concesión.
- El Estado debe contar con la potestad de redefinir las obligaciones de la concesionaria para mantener altos estándares de servicio.

Estructura financiera sólida y sostenible

- Aportes de capital en torno al 30% del total, a fin de evitar situaciones como las de pérdidas por desvalorización de activos que atravesaron los países en crisis.
- Desembolsos de capital: mínimo 75% en el 1er año y el 25% restante antes de los 2 años de firmado el contrato.
- Plazos de financiamiento menores que la vida útil de los activos reales comprometidos, para garantizar la sostenibilidad financiera.
- Los avales, fianzas y otras garantías que brinde el Estado en la misma moneda en la que se generen los ingresos derivados del uso de la infraestructura, evitando descalces cambiarios.

Garantizar la transferencia real de los riesgos a la concesionaria

- Velar por la transferencia real del riesgo de construcción, riesgo de demanda y riesgo de disponibilidad para que las deudas de las concesiones no afecten a la deuda pública ni a su calificación de riesgo.

b) Priorización del financiamiento de proyectos de desarrollo de infraestructura a nivel nacional con valores de deuda pública en moneda nacional

En el marco de las metas e indicadores de desempeño de las Políticas Nacionales de Cumplimiento Obligatorio, la mayoría de los desembolsos de créditos públicos para sectores económicos y sociales será priorizado para infraestructura a nivel nacional y se buscará financiar con un plazo de vencimiento total menor que la vida útil de los activos reales construidos para asegurar su sostenibilidad. Para la ejecución de tales proyectos se podrá usar créditos puente de la banca de desarrollo local, o los propios excedentes de liquidez de la tesorería, los mismos que después podrán o no ser consolidados con la emisión de cualquier combinación de bonos internos contemplados en la estrategia vigente, ya sea con una emisión pública o privada. Así, las obras de infraestructura y proyectos de inversión pública se financiarán cada vez en mayor proporción con la emisión directa de bonos hábiles considerados en la estrategia de emisión o utilizando los propios excedentes temporales de libre disponibilidad que se mantengan.

c) Evaluación continua de la sostenibilidad del crédito público indirecto otorgado con avales, fianzas y otras garantías financieras.

Para ello se hará una evaluación y seguimiento del riesgo de crédito implicado en estas operaciones, así como de la suficiencia de contragarantías que se deban constituir para respaldar la capacidad de pago de la contraparte involucrada, la misma que no podrá pertenecer al sector privado salvo que se halle en los relativos a los procesos de inversión privada y concesiones.

En todas las operaciones se verificará que el monto y plazo de vigencia del aval, fianza o garantía se encuentren adecuadamente limitados y cubiertos por las contragarantías involucradas. Asimismo, con el fin de evitar distorsiones o incentivos perversos sobre la sostenibilidad de la deuda, la moneda en la que se otorguen los créditos indirectos deberá estar calzada con la moneda funcional en la que se encuentre el poder adquisitivo de los usuarios que paguen por el uso de la infraestructura o del gobierno regional o local concedente, ya sea en términos de soles nominales o de soles reales.

d) Contratación de asesoría técnica para proyectos y programas con créditos que no requieran deuda pública por medio de la banca de desarrollo

Esta nueva facultad permitirá que las diversas entidades del sector público puedan contratar asesoría con organismos financieros internacionales y entidades análogas para beneficiarse de la provisión de estos servicios especializados en banca de desarrollo en la implementación de proyectos y programas de crédito público que otorgue el Tesoro contra su debida aprobación presupuestal actual o futura y que, por ello, no requieran la contratación de deuda pública.

5.3 GESTIÓN DE ACTIVOS

En la gestión de activos, a través del manejo de operaciones de tesorería, la estrategia estará dirigida a implementar progresivamente una gestión activa de caja, de manera segura y transparente, desde el mismo día que se reciben los ingresos de los contribuyentes, así como para reducir el costo de su liquidez y contribuir a mantener la estabilidad financiera, consolidando el papel del mercado



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

de valores de deuda pública en moneda nacional como pilar fundamental para determinar la tasa de transferencia o costo de oportunidad de las diversas fuentes de fondeo y de la gestión de sus propias inversiones.

De este modo, la estrategia de gestión de activos tomará en cuenta principalmente las siguientes líneas de acción:

a) Constitución de reservas de liquidez disponibles para asegurar la solvencia y liquidez aún en situaciones de inestabilidad financiera

En el marco de una gestión global de activos y pasivos, la preservación de la solvencia de las finanzas públicas requiere el aseguramiento estratégico de su liquidez: una reserva primaria para las eventuales variaciones en situaciones normales y una reserva secundaria para hacer frente a situaciones de inestabilidad, económicas o financieras, que puedan originar crisis de liquidez, sean individuales o sistémicas.

El uso de las reservas estará debidamente respaldado en un plan de contingencia de liquidez previamente aprobado, de modo que se pueda asegurar la libre atención de los compromisos presupuestarios previamente aprobados, así como promover la liquidez del mercado de valores deuda pública, evitando cualquier actuación procíclica.

RECUADRO N° 7: ESTIMACIÓN DE LA RESERVA SECUNDARIA DE LIQUIDEZ

Tomando en cuenta el artículo 6º de la Ley 28693, Ley General del Sistema Nacional de Tesorería, se estimaron dos componentes para la reserva secundaria. El primero tiene como objetivo cubrir los flujos de caja del Tesoro Público asegurando su normal funcionamiento ante una situación de contracción, y el segundo está destinado a proveer liquidez al mercado en un contexto de inestabilidad financiera donde los canales de financiamiento puedan haberse cerrado.

Para el primer componente, se calculó en base a una estimación de la brecha fiscal que se generaría dentro de un escenario de estrés de un año, para lo cual se necesitaron proyecciones tanto de los gastos como de los ingresos. En el caso de los gastos, dado que es una variable de decisión de política económica, se utilizaron las proyecciones del MMM.

En el caso de los ingresos se aplicaron dos técnicas distintas. En la primera se estimó la recaudación en función de sus principales determinantes, los cuales luego son simulados bajo un escenario de estrés. En la segunda se hizo una simulación mediante procesos aleatorios de las variaciones mensuales de la recaudación desestacionalizada.

Para el segundo componente, fue necesario estimar el monto necesario que se debería mantener para estabilizar el mercado de deuda pública ante una crisis, se empleó la metodología de valor en riesgo (VaR). En base a la información diaria de la curva de rendimientos en nuevos soles desde el año 2006, se estimó el incremento anual móvil más alto de la curva. Asimismo, se valorizó el saldo de bonos soberanos emitidos en soles nominales vigentes a precios de mercado y se estimó su duración modificada.

Reservas	MCO	Procesos aleatorios
Estimación para ingresos por recursos ordinarios	12 164	8 569
Estimación para liquidez en los mercados	10 225	10 225
Reserva Secundaria de Liquidez	22 389	18 794
Reserva Secundaria de Liquidez / PIB	4,25%	3,57%

Elaboración: MEF-DGETP

En conclusión, considerando ambos componentes, el monto total estimado para la reserva secundaria de liquidez podría alcanzar los S/. 22 389 millones, monto que es cubierto holgadamente por el total de activos financieros disponibles del Gobierno Central al cierre de 2012.

Estrategia de gestión global de activos y pasivos *

b) Progresiva recaudación directa de fondos públicos por ingresos tributarios o no tributarios en las propias cuentas del Tesoro

La función de todo Tesoro Público es pagar las obligaciones del Estado y recaudar sus derechos, así como hacerse cargo de la gestión de la tesorería y su deuda. En ese sentido, la recaudación de sus derechos tributarios y no tributarios se deberá efectuar directamente en las diferentes cuentas que cada entidad de depósito (bancos, cajas, etc.) mantenga a nombre del Tesoro, recaudación que se deberá reflejar directa y detalladamente en sus propios estados financieros, según las normas internacionales de contabilidad del sector público, lo que también facilitará el proceso de seguimiento y control del proceso de recaudación a nivel de Gobierno Central.

RECUADRO N° 8: MÓDULO DE SUBASTAS DE FONDOS PÚBLICOS

En el marco del Plan Estratégico Sectorial Multianual 2012-2016, se tiene previsto el fortalecimiento de la gestión global de activos y pasivos financieros a nivel de las entidades y empresas públicas no financieras. En esa línea, el Tesoro ha establecido como uno de sus indicadores estratégicos lograr la activa participación de dichas entidades en mecanismos centralizados de negociación para realizar subastas de sus excedentes de liquidez. Para tal fin, y luego de notables esfuerzos de coordinación entre las diferentes dependencias involucradas del MEF, tanto con las entidades públicas como con las entidades financieras, se ha logrado importantes avances en el diseño e implementación del Módulo de Subastas de Fondos Públicos, el cual permitirá realizar a través de Internet las subastas de fondos de una forma más ordenada, eficiente y transparente.

La utilización de este mecanismo virtual y automatizado permitirá reducir el riesgo operativo que hoy representa realizar estas subastas de la manera tradicional y, además, favorecerá la recolección de información centralizada y consolidada para construir el principal referente de la curva de rendimientos de los fondos públicos en entidades del sistema financiero. De igual manera se podrá medir y realizar un adecuado seguimiento del nivel de riesgo asumido con cada contraparte, el grado de concentración de los depósitos, entre otros indicadores para una adecuada gestión de la tesorería contemplados en las directivas emitidas sobre la gestión de activos y pasivos en entidades públicas. Por otro lado, tal y como se contempla en la Ley de Tesorería, el Tesoro Público se encuentra facultado para realizar todo tipo de operaciones financieras que contribuyan al desarrollo del mercado de valores, incluyendo la recompra y reventa incondicional de letras y bonos ya emitidos por el Gobierno Nacional y todo tipo de operaciones de reporte con dichos títulos. En concordancia con dicho propósito, se tiene previsto incorporar funcionalidades en el módulo para poder realizar emisiones de bonos, letras u otros tipos de instrumentos del Tesoro Público, lo que nos pondrá a la par del desarrollo financiero de otros países de la región.

Complementariamente al módulo de subastas, se viene trabajando en el mejoramiento y adecuación de un módulo de registro de información financiera, en el cual las entidades y empresas públicas no financieras deberán registrar periódicamente la información relevante sobre los activos y pasivos financieros, flujos de caja y otra información pertinente que solicite la DGETP. La entrada en funcionamiento del módulo de subastas se tiene prevista para mediados del año 2013, mecanismo que contribuirá significativamente a la modernización en la administración de las finanzas públicas nacionales.

c) Mayores competencia, diversificación y transparencia en las subastas de fondos públicos

Con el nuevo reglamento de depósitos se amplía el acceso a las subastas de fondos de las empresas y entidades públicas a más entidades de crédito y entidades de valores que antes no podían participar en las subastas de fondos públicos. Asimismo, con la finalidad de disminuir el riesgo de concentración y evitar distorsiones en las tasas de interés, se rebalancearon los límites máximos por contraparte en función del ratio de suficiencia de capital regulatorio y la calificación de riesgo ajustada por su exposición al riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario. La mejora en la rentabilidad de dichos fondos



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

permitirá generar ingresos adicionales por transferencia de riqueza del sector privado al sector público, como en otros países. Las subastas se realizarán por medios electrónicos centralizados del propio Tesoro, lo que permitirá asegurar el aumento de la transparencia, la competencia y la diversificación.

d) Implementación de una gestión activa de caja con depósitos colateralizados o reportes de valores de deuda pública

Se empezará a realizar depósitos colateralizados y reportes de valores de deuda pública con el fin de mejorar la rentabilidad de los fondos públicos y crear una demanda derivada para los propios valores de deuda pública que se utilizarán como colateral, rentabilizando a precios de mercado los excedentes de liquidez que naturalmente se generan por las diferencias temporales entre los ingresos por recaudación y los egresos por ejecución del gasto y sin afectar la política monetaria. El cambio de titularidad de los fondos existentes en la cuentas (del público al Tesoro y del Tesoro al público) de las entidades de depósito (bancos, cajas, etc.) disminuirá el impacto desfavorable que hoy generan dichos descalces sobre la liquidez de dichas entidades, siguiendo las mejores prácticas internacionales ya implementadas por otros países.

RECUADRO N° 9: IMPLEMENTACIÓN DE UNA GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS EN EL ESTADO

A través de la Resolución Ministerial N°223-2011-EF/43 se aprobó el actual ROF del Ministerio de Economía y Finanzas, en donde se resaltó la fusión de la ex Dirección Nacional de Endeudamiento Público (DNEP) y la ex Dirección Nacional de Tesoro Público en la actual Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público (DGETP) encargada de proponer las políticas y diseñar las normas y procedimientos para la gestión global de los activos y pasivos financieros.

Se debe entender por una gestión global de activos y pasivos al conjunto de técnicas y procedimientos para asegurar una correcta y oportuna toma de decisiones de inversión y endeudamiento, teniendo en cuenta las relaciones entre los diversos componentes que se hallan dentro y fuera del balance de la entidad y que son los que definen, por defecto, su perfil de riesgo estructural de balance, entendido como la posibilidad de enfrentar pérdidas cuando se mantienen descalces desfavorables de tasa de interés, moneda, vencimiento o concentración entre activos y pasivos.

En 2012 las principales acciones para implementar esta nueva visión estratégica fueron:

- Aprobación de los lineamientos para la Gestión Global de Activos y Pasivos a través de la Resolución Directoral N°016-2012-EF/52.03, según la cual las empresas y entidades del Sector Público que tengan activos financieros por más de S/. 10 millones deben formar un Comité de Activos y Pasivos y aprobar un Manual de Políticas. Asimismo, mediante la misma resolución fue aprobado el Reglamento de Depósitos para dichas instituciones.
- Elaboración de Herramientas informáticas (hojas de cálculo) que ayuden a las empresas y entidades financieras públicas a cuantificar su exposición al riesgo, las mismas que se hallan publicadas en el portal del Ministerio de Economía y Finanzas (www.mef.gob.pe/tesoro/activos-y-pasivos.php), donde también se ha colocado material bibliográfico que ayude a los tesoreros involucrados a mejorar sus conocimientos sobre la gestión de activos y pasivos financieros.
- Capacitaciones realizadas a los principales funcionarios de las entidades y empresas públicas no financieras respecto a la implementación de su Comité de Activos y Pasivos y la elaboración de su respectivo Manual de Políticas.

e) Implementación de una gestión pasiva de inversiones con recompras y reventas de valores de deuda pública y reportes de dinero

Se empezará a realizar operaciones de recompra y reventa de valores de deuda pública como un participante más en el mercado, con el fin de ayudar a dar mayor dinamismo al mercado de valores de deuda pública, a

reducir la volatilidad de la curva de rendimientos y a rentabilizar, a precios de mercado, los ahorros acumulados en los períodos favorables del ciclo, operaciones que a su vez generarán una mayor liquidez en el mercado de valores de deuda pública, especialmente de manera contracíclica, para lo cual se implementará también reportes de dinero para facilitar la mayor o menor disponibilidad temporal de valores de deuda pública en el mercado, usando como colateral dinero.

5.4 GESTIÓN DE PASIVOS

En la gestión de pasivos, la estrategia estará dirigida a mitigar el futuro riesgo de liquidez que pueda generarse a partir de la concentración de vencimientos, suavizando su perfil, y a mejorar en forma más flexible el costo financiero asociado al riesgo de tasa de interés que innecesariamente pudiera originar un volumen de refinanciación más alto para los mercados financieros, en el marco de una gestión global de activos y pasivos.

De este modo, la estrategia de gestión de pasivos tomará en cuenta principalmente las siguientes líneas de acción:

a) Mejoramiento del perfil de la deuda para evitar excesivas concentraciones de vencimientos

Se realizarán subastas especiales de intercambio de valores de deuda en moneda nacional con el propósito de incrementar el saldo vivo de los valores calificados como bonos de referencia, según el cronograma ordinario de subastas, y reducir los valores que eventualmente puedan presentar excesivas concentraciones dentro del perfil objetivo. Estas operaciones también permitirán a cada tipo de inversionista ajustar sus tenencias en función a los perfiles u objetivos de sus carteras.

b) Provisión de liquidez a los tenedores de valores de deuda pública para reducir la aversión al riesgo

Se realizarán subastas especiales de recompra que permitan a los tenedores de valores en moneda nacional asegurarles una liquidez mínima para sus valores. Los valores objeto de recompra después podrán ser revendidos en el mercado, con o sin subasta, salvo que sean objeto de una oferta de intercambio, con una oferta pública o privada, como parte del proceso de suavizamiento del perfil de vencimientos de la deuda, en forma directa, sin incurrir en los mayores costos tradicionales de su tercerización.

c) Sustitución gradual de la deuda en dólares mediante subastas especiales, en forma complementaria, pero independiente de las subastas ordinarias

En el marco de las políticas y metas aprobadas se irá haciendo una sustitución gradual de deuda en dólares por deuda en soles mediante diferentes subastas especiales, en forma complementaria, pero independiente de las subastas ordinarias para el desarrollo del mercado. Para ello se escogerá entre la deuda en dólares de mayor costo relativo existente, bajo una visión de largo plazo, y la deuda en soles que mejor ayude mantener o alcanzar el perfil de la deuda según de los objetivos y las metas definidas en la estrategia de emisión vigente.

5.5 ESTRUCTURA DEL MERCADO

La estrategia está dirigida fundamentalmente a optimizar la estructura del mercado de valores de deuda pública en soles para lo cual se requiere implementar o reponer la infraestructura de los sistemas con



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

los que opera el mercado, el papel que juegan las entidades con la condición de Creadores, la capacidad para generar un mercado más contestable y competitivo, el acceso directo a la deuda pública de las personas de a pie como instrumento de ahorro, la construcción de referencias de rentabilidad libre de riesgo en soles para los fondos mutuos y fondos de pensiones y la reducción de riesgo sistémico de compensación y liquidación de operaciones bajo ley peruana.

De este modo, la estrategia de estructura de mercado tomará en cuenta principalmente las siguientes líneas de acción:

a) Realización de un estudio de la infraestructura tecnológica de los sistemas de operación del mercado de valores de deuda pública para determinar brechas o rezagos frente a las mejores prácticas internacionales

El objetivo del estudio es la realización de un diagnóstico independiente con la finalidad de identificar oportunidades competitivas de mejora tecnológica y regulatoria en los sistemas actuales de operación del mercado de valores de deuda pública, sobre la base de los modelos y mejores prácticas internacionales. Para ello la evaluación se centrará en los procesos de emisión de valores (mercado primario), intermediación y ejecución de órdenes (mercado secundario), comunicación, registro, compensación y liquidación de operaciones y depósito de valores. La realización del estudio se halla dentro del marco de las metas e indicadores de desempeño de las Políticas Nacionales de Cumplimiento Obligatorio aprobadas por D.S. N° 027-2007-PCM.

RECUADRO N° 10: VENTA DE TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA VÍA INTERNET

La venta de títulos de deuda pública por Internet, según las mejores prácticas internacionales, es la mejor alternativa para que los peruanos de a pie también puedan ahorrar fácilmente comprando títulos del Tesoro Público bajo la forma de certificados especialmente diseñados para los que, por economías de escala o de alcance, no puedan tener acceso a los bonos o a las letras.

Las principales características del programa serán:

- Accesibilidad, pues el monto mínimo de inversión será de S/. 100.
- Diversidad, porque permitirá elegir el título y el plazo más acorde con al perfil del ahorrista.
- Facilidad, ya que la plataforma utilizada ofrecerá un sencillo ambiente para hacer operaciones.
- Comodidad, ya que se podrá acceder desde cualquier terminal con acceso a Internet.
- Transparencia, porque brindará información en tiempo real sobre las operaciones realizadas.
- Flexibilidad, pues contendrá opciones de inversión automática con cargo en cuenta.

La puesta en marcha y difusión del programa contribuirá a: i) fomentar una mayor educación financiera de la población, ii) incentivar la cultura del ahorro, iii) desarrollar el mercado de valores de deuda pública minorista; y, iv) promover una mayor desdolarización del sistema a través del incentivo al uso de instrumentos denominados en soles.

b) Venta de títulos de deuda pública especiales para que las personas de a pie puedan ahorrar

Se continuará trabajando en el proyecto para que las personas de a pie puedan empezar a ahorrar con valores de deuda pública, comprándolos directamente del Tesoro Público por Internet, como ya se hacen en otros países de la región y no sólo en países más desarrollados, como parte de un completo programa de educación financiera. El fin último no es otro que promover el ahorro para los pequeños y medianos ahorristas a nivel nacional, pero al mismo tiempo se sentarán las bases para una mayor diversificación de la base de inversionistas y un crecimiento de largo plazo para la tenencia

doméstica. La venta de títulos públicos por Internet es una de las principales metas contempladas dentro del Sector Economía y Finanzas en el marco de las Políticas Nacionales de Obligatorio Cumplimiento, con la finalidad de promover una política de mayor inclusión.

c) Incremento del nivel de transparencia, competencia y liquidez en la formación de precios del mercado de valores de deuda pública

Para ello los nuevos reglamentos de bonos y de letras establecen los requisitos mínimos que deberán cumplir los mecanismos centralizados de negociación en donde se negocien los valores de deuda pública, los mismos que en adelante estarán bajo la supervisión de la SMV. Asimismo, se ofrecerán operaciones de reporte utilizando bonos y letras con el objetivo fundamental de incrementar la demanda estructural de estos instrumentos por parte de los inversionistas locales, asegurándoles una mínima liquidez de fondos y de valores. Con el reporte de valores el tenedor del valor podrá obtener dinero de libre disponibilidad y con el reporte de dinero el tenedor de dinero podrá obtener valores de libre disponibilidad.

Ambos tipos de operaciones se ofrecerán a través de un mecanismo centralizado de negociación ciego, lo que le dará una mayor transparencia a la formación de precios en igualdad de condiciones, a diferencia de las operaciones que se negocian internacionalmente en el ámbito privado.

d) Repotenciación del papel de las entidades financieras que ostenten la condición de Creadores de Mercado de Valores de Deuda Pública

Para lo cual se ha preparado un nuevo Reglamento de Creadores de Mercado con requisitos, deberes y derechos más adecuados y en línea con las mejores prácticas y experiencias internacionales, de modo que, con el nuevo sistema de puntajes, las entidades que ostenten tal condición se vean alentadas a lograr una mayor liquidez y a generar una mayor base de inversionistas, como condición necesaria para profundizar el desarrollo del sistema financiero doméstico en general. Esto se espera también sea una nueva oportunidad para la participación de las diferentes agencias de bolsa en el mercado de valores de deuda pública, de cara a una futura integración de los mercados de renta fija en las etapas posteriores del MILA. En el reglamento también se establecen claramente los requisitos adicionales que deberán cumplir aquellos mecanismos centralizados de negociación de deuda pública autorizados que, además de contar con un nivel general para el mercado secundario, deseen ser elegibles para el desarrollo de las actividades de los Creadores.

e) Constitución del Fondo Índice del Tesoro como referencia de libre de riesgo para el mercado de fondos de pensiones y fondos mutuos

La constitución del fondo índice permitirá contar con una de las principales referencias del rendimiento libre de riesgo de crédito para los partícipes y las administradoras de los fondos mutuos y los fondos de pensiones del mercado local, ayudando simultáneamente a generar una mayor competencia en el mercado y una mayor demanda estructural local por valores de deuda pública en el segmento de mercado de inversionistas institucionales. Como parte de la primera etapa, desde el año pasado ya se viene publicando y difundiendo la evolución diaria del índice de bonos soberanos, así como su rendimiento y composición. En una segunda etapa se constituirá y gestionará el Fondo Índice del Tesoro a través de COFIDE, el banco fiduciario del Estado, como parte del proceso de inversión de los colchones de liquidez que mantiene el Tesoro Público. En una tercera etapa, el Fondo buscará ser accesible al público



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

de un modo similar a como lo hace cualquier fondo mutuo, de modo análogo a como lo hacen los Tesoros Públicos de otros países.

RECUADRO N° 11: ESTRUCTURA DE COSTOS EN EL MERCADO DE VALORES DE DEUDA PÚBLICA

Dentro del marco de la reforma del mercado de capitales en el Perú cobran gran relevancia los altos costos de transacción que enfrentan los inversionistas, factor que resta competitividad a la plaza local. En ese contexto, el Ministerio de Economía y Finanzas ha identificado el impacto negativo que tiene la estructura vigente sobre el mercado minorista de deuda pública.

Escenario actual: Estructura con tarifas absolutas por operación e inversionista

En el recuadro, asumiendo una curva de rendimientos plana de 4% efectivo anual, se puede observar cómo la estructura tarifaria vigente para renta fija (se ha considerado para el ejercicio: SAB: 0.5%, SMV: 0.005%, CAVALI: US\$ 5, BVL: S/. 2 ó S/. 10 y IGV: 18%) genera un importante impacto negativo en las operaciones de menor monto.

Montos	Comisiones totales				Rentabilidad			
	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
S/. 100	19	19	19	19	-49.28%	-27.60%	-13.50%	-5.46%
S/. 1,000	25	25	25	24	-5.79%	-1.05%	1.40%	2.65%
S/. 10,000	78	77	76	74	0.79%	2.38%	3.18%	3.59%
S/. 100,000	618	613	601	579	1.44%	2.71%	3.35%	3.68%

Dada esta problemática, surge la necesidad de crear el espacio de discusión necesario para replantear la forma en la que se podrían aplicar las comisiones, retribuciones y contribuciones a estas operaciones, para lo cual se plantean las siguientes alternativas:

Alternativa 1: Estructura con tarifas relativas por operación e inversionista

En el recuadro se puede observar que, al aplicar una tarifa agregada total de 0.10% sobre el monto absoluto de la operación, hay un mayor impacto sobre la rentabilidad neta de los instrumentos con plazos más cortos. No obstante, se generaría la posibilidad que los tenedores de instrumentos con plazos más largos tengan un mayor margen para negociar más de una vez dichos títulos en el mercado secundario afectando menos su rentabilidad neta de costos de transacción.

Montos	Comisiones totales				Rentabilidad			
	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
S/. 100	0.12	0.12	0.11	0.11	3.51%	3.75%	3.88%	3.94%
S/. 1,000	1.17	1.16	1.13	1.09	3.51%	3.75%	3.88%	3.94%
S/. 10,000	11.68	11.57	11.35	10.91	3.51%	3.75%	3.88%	3.94%
S/. 100,000	116.85	115.71	113.46	109.10	3.51%	3.75%	3.88%	3.94%

Alternativa 2: Estructura con tarifas efectivas por operación e inversionista

Otra alternativa es estimar las tarifas en términos de rendimiento efectivo anual. Así, si se calculará una tarifa agregada total de 0.10% efectivo anual, se garantizaría que, independientemente del monto y del vencimiento, los inversionistas recibirían los mismos niveles de rentabilidad neta de costos de transacción, pues se asume que cada inversionista opera en su hábitat preferido.

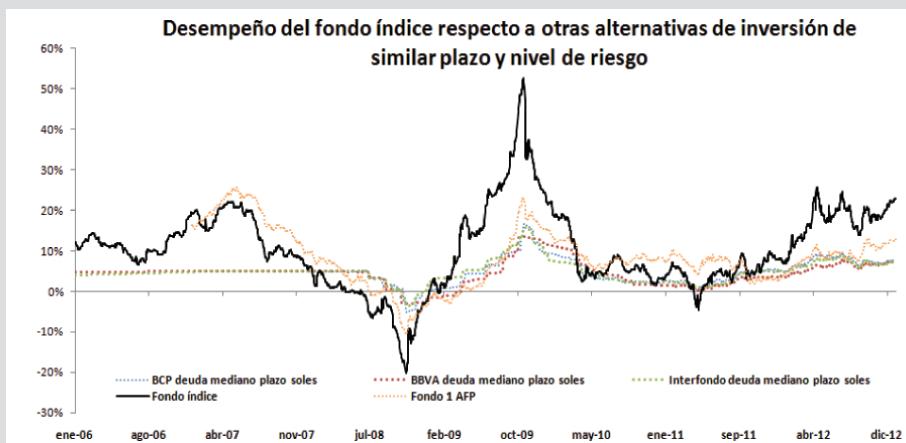
Montos	Comisiones totales				Rentabilidad			
	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
S/. 100	0.03	0.06	0.11	0.22	3.88%	3.88%	3.88%	3.88%
S/. 1,000	0.29	0.58	1.13	2.18	3.88%	3.88%	3.88%	3.88%
S/. 10,000	2.92	5.78	11.35	21.83	3.88%	3.88%	3.88%	3.88%
S/. 100,000	29.20	57.84	113.46	218.30	3.88%	3.88%	3.88%	3.88%

En ambas alternativas es necesaria la validación de un punto de equilibrio óptimo de tarifas o costos totales que no atenten significativamente contra las operaciones minoristas con títulos de deuda pública y, a la vez, el establecimiento de la estructura de distribución de este cobro entre los actores involucrados, que puede calcularse en función al promedio histórico de negociación.

Finalmente, cabe destacar, que los cambios en proceso de implementación deben generar un importante impulso inicial a este nuevo nicho de mercado, así como una mayor transaccionalidad y liquidez de los títulos públicos en el mercado secundario, lo que a la larga repercutirá también en mayores ingresos de los intermediarios por el mayor volumen de negociación generado de un mercado que hoy prácticamente no existe.

RECUADRO N° 12: ÍNDICE DE BONOS SOBERANOS

Tomando como base el mes de diciembre 2004 (base = 1 000), se calculó el índice de los bonos en soles nominales emitidos por la República del Perú, cuya metodología se encuentra en los anexos. Los resultados mostraron un comportamiento muy favorable, excepto en un breve periodo de la crisis de 2008, lo que demuestra la buena rentabilidad de los instrumentos de deuda pública del Perú. Este buen desempeño se refleja en la evolución rendimiento anual obtenido por el índice entre 2006 y 2012, con un rendimiento promedio histórico durante este periodo de 9,7%.



Elaboración: MEF-DGETP

La comparación con alternativas de inversión con similar perfil de riesgo y plazo arrojó que el desempeño del rendimiento del fondo índice durante el último año ha sido superior a los obtenidos por los tres fondos mutuos representativos que tienen como política invertir en instrumentos de deuda denominada en soles a medio o largo plazo y a los rendimientos obtenidos por los fondos de pensiones de más bajo riesgo, según se puede comprobar.

f) Reducción del riesgo sistémico de compensación y liquidación para limitar los efectos de súbitas aversiones al riesgo que puedan originar crisis

Como ya se ha logrado en otros países, la aprobación de una ley sobre acuerdos de garantía financiera y sus cláusulas de compensación formaría parte del proceso de protección del Estado, ya que permitiría: (i) reducir el riesgo sistémico en caso de intervención o liquidación de alguna entidad financiera que haya captado depósitos del Tesoro, (ii) reducir el riesgo de contagio en caso de incumplimiento, (iii) disminuir el riesgo de crédito en entidades percibidas como débiles o de menor solvencia relativa, con o sin fundamento, (iv) validar las técnicas de liquidación bilateral con cláusulas de compensación, aún en caso de sustitución de garantías o uso de garantías complementarias, (v) evitar el riesgo de recategorización o recalificación judicial, como un préstamo simple con garantía, en toda facilidad que incluya un acuerdo



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

de garantía financiera, haya o no haya desposesión, (vi) ayudar a establecer un equilibrio entre la eficiencia del mercado y la seguridad de las partes involucradas, (vii) simplificar el uso de garantías financieras entre entidades financieras y mejorar su capacidad para competir, reduciendo el riesgo moral de las entidades que se consideren muy grandes para dejarlas caer, (viii) proteger la rápida ejecutabilidad y validez de los acuerdos de garantía financiera, (ix) facilitar herramientas para la gestión del riesgo de crédito, aún en caso de insolvencia y en caso de vuelo a la calidad, (x) ayudar a preservar la estabilidad financiera, ante situaciones coyunturales de típica aversión al riesgo en los mercados que puedan generar crisis de liquidez, (xi) aumentar la liquidez en los mercados de valores objeto de garantía financiera, en especial del mercado de valores de deuda pública, (xii) dar liquidez en el mercado a las entidades que, pese a no contar con valores negociables, cuenten con derechos de crédito a su favor, y (xiii) reducir el mayor costo de cualquier incumplimiento por evento de crédito, incluyendo los casos de liquidación, por no tener que recurrir a domicilios y leyes extranjeras en donde haya un marco legal que proteja los acuerdos de garantía financiera.

6. LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL

Los activos y pasivos financieros directos que conforman el balance financiero del Gobierno Central constituyen la base utilizada para la determinación de la deuda bruta y la deuda neta de la República. La definición de Gobierno Central corresponde a la de la mínima unidad económicamente relevante para la preparación de los estados financieros según las Normas Internacionales de Contabilidad del Sector Público y cuya capacidad de pago es objeto de evaluación y calificación soberana por parte de las agencias de riesgo.

Según las normas internacionales para las estadísticas fiscales, la definición de Gobierno Central utilizada aquí para determinar la cobertura de los activos y pasivos financieros relevantes corresponde a la del Gobierno Central presupuestario¹ del Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas 2001 del FMI, sin incluir la seguridad social, es decir, no se incluye ni los activos ni los pasivos de la entidad encargada de la provisión de salud contributiva (EsSalud) ni de la entidad encargada de las pensiones contributivas (ONP)².

Asimismo, siguiendo los principios establecidos en las Normas Internacionales de Contabilidad y las Normas Internacionales de Información Financiera, todas las mediciones se hacen expresadas en moneda nacional porque es la moneda funcional del Gobierno Central, moneda en la que se aprueba su presupuesto y en la que están denominados la gran mayoría de sus ingresos tributarios y no tributarios.

6.1 ACTIVOS FINANCIEROS (AHORRO BRUTO)

Al 31 de diciembre de 2012, el total de activos financieros³ del Gobierno Central alcanzó los S/. 51 256 millones, de los cuales S/. 27 725 millones correspondieron a activos en moneda nacional y S/. 23 531 millones en moneda extranjera que se explica principalmente por los fondos restringidos⁴. La aplicación de la regla fiscal de mantener el equilibrio o generar superávit, junto al contexto prevaleciente de la parte alcista del ciclo, ha permitido que el Tesoro Público logre acumular este nivel de importante ahorro que representa un sólido respaldo ante cualquier evento adverso que pueda presentarse en el futuro.

CUADRO N° 2: POSICIÓN EN ACTIVOS FINANCIEROS

	2011			2012		
	Saldo (MM US\$)	Saldo (MM S.)	Part. (%)	Saldo (MM US\$)	Saldo (MM S.)	Part. (%)
Por disponibilidad						
Disponible	6 325	17 058	44,2	10 863	27 691	52,6
Depósitos Vista	4 096	11 048	28,6	5 070	12 923	24,5
Depósitos a plazo	2 228	6 009	15,6	5 794	14 768	28,0
Cuentas por cobrar	1 281	3 455	9,0	1 131	2 883	8,1
Traspasos	1 250	3 370	8,7	1 129	2 877	8,1
Derivados	31	84	0,2	2	6	0,0
Fondos restringidos	6 705	18 083	46,9	8 114	20 682	40,4
Depósitos vista	836	2 256	5,8	947	2 413	4,7
Depósitos a plazo	5 868	15 827	41,0	7 167	18 269	35,7
TOTAL	14 310	38 595	100,0	20 108	51 256	100,0

Fuente: MEF - DGETP

Así, el saldo de ahorro bruto al cierre de 2012 implica un incremento de 33% respecto del saldo al cierre de 2011. Actualmente estos fondos se encuentran depositados en cuentas a la vista y cuentas a plazo (Cuadro N° 2).

6.2 PASIVOS FINANCIEROS (DEUDA BRUTA)

Al cierre del año 2012 el total de pasivos financieros⁵ del Gobierno Central alcanzó un monto equivalente a S/. 86 900 millones, monto similar al del cierre del 2011. Por jurisdicción, la deuda externa representa el 58,4% del total, mientras que, por su instrumento de origen, el 67,5% corresponde a valores en circulación en los mercados.

CUADRO N° 3: POSICIÓN EN PASIVOS FINANCIEROS

	2011			2012		
	Saldo (MM US\$)	Saldo (MM S.)	Part. (%)	Saldo (MM US\$)	Saldo (MM S.)	Part. (%)
Por origen						
Valores en circulación	20 990	56 609	64,9	23 000	58 627	67,5
Bonos soberanos	10 841	29 239	33,5	12 650	32 244	37,1
Bonos globales	9 245	24 935	28,6	9 462	24 119	27,8
Otros bonos	903	2 435	2,8	888	2 264	11,4
Adeudados	11 069	29 853	34,2	10 676	27 212	31,3
Multilaterales	7 803	21 045	24,1	7 537	19 211	22,1
Club de París	2 638	7 116	8,2	2 426	6 185	7,1
Otros	627	1 692	1,9	712	1 816	2,9
Cuentas por pagar	281	759	0,9	416	1 061	1,2
TOTAL	32 240	87 220	100,0	34 092	86 900	100,0

Fuente: MEF - DGETP

- Según dicho estándar, 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 como las universidades, beneficencias, organismos supervisores u otras unidades autónomas que conforman el Gobierno Central extrapresupuestario.
- No se incluye ningún activo (como los ahorros manejados en el FCR) o pasivo (como los pasivos previsiones de los bonos de reconocimiento ONP) para facilitar la comparación con los otros países, los que no incluyen ni sus activos (ahorros) ni sus pasivos (deuda) relacionados con la seguridad social contributiva.
- En sentido estricto, al total de activos financieros del Gobierno Central falta incorporarle el valor de su participación accionaria en las diferentes empresas públicas, el mismo que no ha sido incluida por no contarse aún con información auditada al cierre de 2012. Así, este total no incluye los activos financieros de los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales ni los de las empresas públicas, financieras o no financieras, así como tampoco los de las entidades del Gobierno Central extrapresupuestario.
- El Fondo de Estabilización Fiscal equivale al 88% del total de fondos restringidos al cierre de 2012.
- El Informe Anual de Deuda Pública, además de la deuda bruta del Gobierno Central, también incluye la deuda externa de los Gobiernos Regionales, Gobiernos Locales y empresas públicas, financieras y no financieras, así como la parte de los pasivos por reservas previsionales de la ONP que corresponden al reconocimiento de aportes de los trabajadores trasladados del sistema público al sistema privado de pensiones.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

En el presente año se ha mantenido el acceso a los mercados de capitales en condiciones favorables, especialmente en moneda local, a largo plazo y a tasa fija, permitiendo mejorar y mantener la posición de los indicadores de la deuda pública bruta en niveles similares al cierre del año anterior (Cuadro Nº 3).

6.3 DEUDA PÚBLICA NETA

El nivel de la deuda bruta (pasivos financieros) del Gobierno Central que se alcanzó al cierre de 2012 se vio mitigado por el ahorro acumulado (activos financieros) a la misma fecha y su brecha determina la exposición al riesgo estructural de balance.

En ese sentido, la deuda neta representa alrededor del 41% del saldo de la deuda bruta, equivalente al 6,8% del PBI (Cuadro Nº 4). Esta deuda neta sería menor si se hubiera podido incluir el saldo de activos financieros correspondiente a la participación patrimonial del Gobierno Central en las diferentes empresas públicas y de las entidades públicas que le pertenecen⁶.

CUADRO N° 4: DEUDA NETA DEL GOBIERNO CENTRAL

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo 2011 (MM S.)	Saldo 2012 (MM S.)	Saldo 2011 (MM S.)	Saldo 2012 (MM S.)	Saldo 2011 (MM S.)	Saldo 2012 (MM S.)
Nuevos soles	17574	27725	34236	37542	16662	9817
Dólares	18348	21173	44532	42180	26184	21007
Euros	197	227	2502	2428	2305	2201
Yenes	2462	2120	5248	4443	2786	2322
Otros	15	10	702	307	687	297
Total	38595	51256	87220	86899.8	48625	35644
Posición / PBI	7,9	9,7%	17,9%	16,5%	10,0%	6,8%

Fuente: MEF - DGETP

7. RIESGO ESTRUCTURAL DE BALANCE

El riesgo estructural de balance se define principalmente como la posibilidad de sufrir potenciales pérdidas derivadas de movimientos adversos en las curvas de tasas de interés, en los tipos de cambio, o en la liquidez relativa de los mercados ante la existencia de descalces de tasas de interés, descalces de monedas o descalces de vencimientos en la gestión de activos y pasivos, así como por la existencia de diversas fuentes de concentración entre activos y pasivos que no puedan compensarse entre sí ante súbitos cambios en las condiciones financieras prevalecientes en los diferentes mercados.

Se ha realizado el seguimiento utilizando diferentes herramientas consistentes con el nivel de complejidad de los activos y pasivos financieros del Gobierno Central con el objetivo de recomendar acciones para gestionar los riesgos ante los movimientos en los mercados.

⁶ Al cierre del 2011 el patrimonio contable de las entidades y empresas, financieras y no financieras, pertenecientes al Gobierno Central equivalía aproximadamente al 4% del PIB.

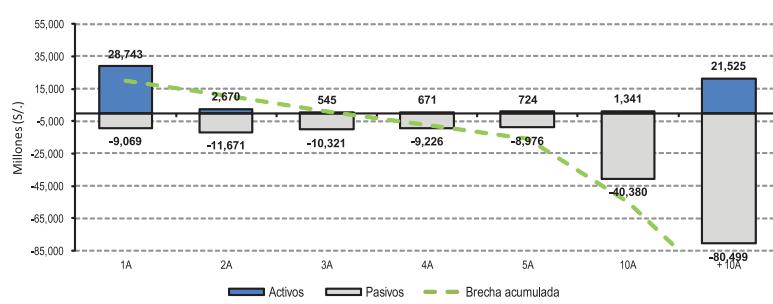
7.1 RIESGO DE LIQUIDEZ

El riesgo de liquidez es la posibilidad de generar pérdidas por la incapacidad de financiar aumentos en el volumen de activos o de cumplir obligaciones asociadas a pasivos ya pactados, mediante la entrega de efectivo u otro activo financiero. Para la medición y monitoreo del riesgo de liquidez se han utilizado como métricas: un cuadro de liquidez por plazos de vencimiento (calce) que toma las cuentas del activo y pasivo financiero⁷ y muestra las brechas acumuladas que se generan de acuerdo a los vencimientos distribuidos por bandas de tiempo y el Ratio de Cobertura de Liquidez (RCL)⁸, medida que toma en consideración los activos plenamente disponibles, líquidos y de alta calidad para hacer frente a las salidas netas de efectivo.

a. Calce de activos y pasivos de acuerdo al plazo residual

Del análisis de liquidez por plazos de vencimiento, se puede destacar que el descalce acumulado total⁹ es positivo hasta la banda temporal de 3 años con un total de S/. 896 millones. Esto significa que el Gobierno Central cuenta con holgura suficiente para cubrir las obligaciones financieras (principal e intereses) pactadas en los siguientes tres años utilizando los activos líquidos con los que cuenta al cierre del 2012¹⁰.

GRÁFICO N° 1: CUADRO DE LIQUIDEZ POR PLAZOS DE VENCIMIENTO



Fuente: MEF - DGETP

Es importante resaltar que los niveles de holgura se han incrementado respecto al año anterior cuando el descalce acumulado positivo se ubicaba en la banda de 2 años con un total de S/. 992 millones.

b. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)¹¹

El RCL al cierre de diciembre 2012 es mayor a 1, con un valor de 11, mostrando un incremento considerable respecto del cierre del año anterior. Este resultado muestra un nivel de liquidez que le otorga al Gobierno Central la suficiente holgura para afrontar algún evento inesperado de corto plazo y la suficiente capacidad de constituir y gestionar una reserva secundaria de liquidez valiosa.

7 En la métrica se han incluido los saldos de activos y pasivos y los flujos de intereses futuros por cobrar y pagar bajo un criterio conservador.

8 Medida recomendada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para el seguimiento y control del riesgo de liquidez en las entidades financieras.

9 Activos y pasivos en moneda nacional y moneda extranjera.

10 En el análisis de liquidez por bandas de tiempo, los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) se han colocado en la última banda temporal con la intención de medir la capacidad del Gobierno Central para cubrir sus pasivos con los recursos de mayor liquidez, a pesar de que el FEF podría ser usado en un escenario de crisis.

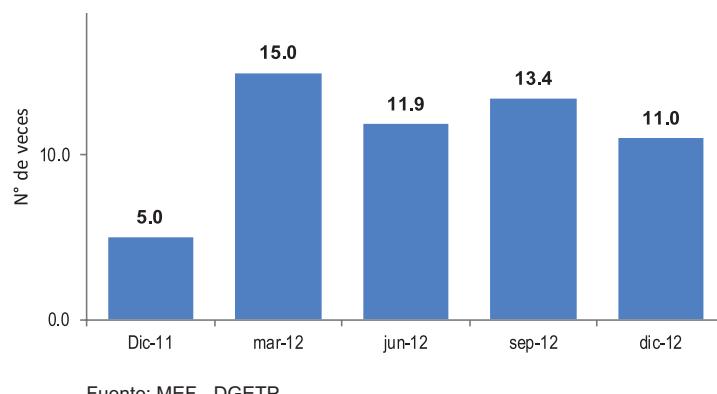
11 El ratio tiene como numerador los fondos disponibles de alta calidad y como denominador los flujos salientes en el muy corto plazo, se considera que se cuenta con una liquidez suficiente cuando el indicador es mayor igual a 1.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

GRÁFICO N° 2: RATIO DE COBERTURA DE LIQUIDEZ (RCL)



Fuente: MEF - DGETP

7.2 RIESGO DE TASA DE INTERÉS

Los movimientos en la curva de tasas de interés repercuten en los posibles resultados del Gobierno Central, desde una perspectiva de corto plazo, y sobre el valor económico o patrimonial, desde una perspectiva de largo plazo, convirtiéndose en un riesgo relevante en la actividad financiera del Gobierno Central y, a su vez, en una oportunidad para la creación de valor.

CUADRO N° 5: DURACIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

	Saldo 2011 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo 2012 (MM S/.)	Duración (años)
Por disponibilidad				
Disponible	17 058	0,1	27 691	0,2
Depósitos Vista	11 048	0,0	12 923	0,0
Depósitos a plazo	6 009	0,2	14 768	0,3
Cuentas por cobrar	3 455	4,5	2 883	4,6
Créditos por traspaso	3 370	4,5	2 877	4,6
Derivados	84		6	
Fondos restringidos	18 083	0,4	20 682	0,5
Depósitos vista	2 925	0,0	2 413	0,0
Depósitos a plazo	15 158	0,4	18 269	0,6
TOTAL	38 595	0,68	51 256	0,72

Fuente: MEF - DGETP

La principal fuente de riesgo radica en el desfase temporal que existe entre los reprecios y los vencimientos de los activos y los pasivos financieros del balance del Gobierno Central expuestos a movimientos en la tasa de interés. Como un primer acercamiento al desfase temporal de activos y pasivos se muestra el indicador de sus duraciones¹². La duración de los activos ha mostrado un ligero incremento respecto al año anterior,

12 Equivalen al plazo promedio de reembolso del principal e intereses en términos de valor presente

Estrategia de gestión global de activos y pasivos *

mantiéndose menor a 1 año (Cuadro N° 5). Por otro lado, la duración de los pasivos ha mostrado un incremento equivalente a 0,7 años respecto del cierre de 2011, por lo que el indicador se colocó al cierre del año 2012 en 8,1 años (Cuadro N° 6).

CUADRO N° 6: DURACIÓN DE LOS PASIVOS FINANCIEROS

	Saldo 2011 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo 2012 (MM S/.)	Duración (años)
Por instrumento				
Valores en circulación	56 609	8,4	58 627	9,1
Bonos globales	24 935	8,5	24 119	9,6
Bonos soberanos	29 239	8,3	32 244	8,8
Otros bonos	2 435	7,4	2 264	7,8
Adeudados	29 853	5,0	27 211	5,1
Multilaterales	21 045	5,2	19 211	5,3
Club de París	7 116	5,1	6 185	5,3
Otros	1 692	2,7	1 815	2,7
Cuentas por pagar	759		1 061	
TOTAL	87 220	7,4	86 900	8,1

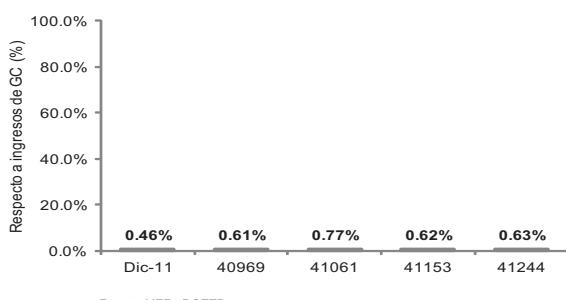
Fuente: MEF - DGETP

Además, para ejecutar las operaciones, se ha venido siguiendo el impacto de la exposición al riesgo de tasa de interés en el corto plazo, mediante el indicador de Ganancia en Riesgo, y en el largo plazo, mediante el indicador de Valor Patrimonial en Riesgo, utilizando en ambos casos una variación estándar de tasas de interés de +/-200 puntos básicos, además de la periódica simulación de pruebas de estrés.

a. Ganancia en riesgo (GER)

El indicador de Ganancia en Riesgo medido al cierre del 2012 muestra que, ante la variación estándar de tasa de interés utilizada, se generaría un impacto en el margen financiero del Gobierno Central (Ganancia en Riesgo) de S/. 611 millones equivalente al 0,63% de los Ingresos del Gobierno Central o al 0,12% del PBI¹³. El nivel actual y la tendencia de las tasas de interés, junto con la brecha positiva de activos sobre pasivos del Gobierno Central en el corto plazo, implican que la posibilidad de que se produzca un impacto negativo, derivado de un movimiento de tasas de interés adverso, es baja convirtiéndose más bien en una oportunidad para la creación de valor para los valores de deuda en soles.

GRÁFICO N° 3: GANANCIA EN RIESGO (GeR)



Fuente: MEF - DGETP

13 Los ingresos y el PBI utilizados en los indicadores de riesgo son los proyectados al cierre del 2012 de acuerdo al MMM 2013 – 2015.



PERÚ

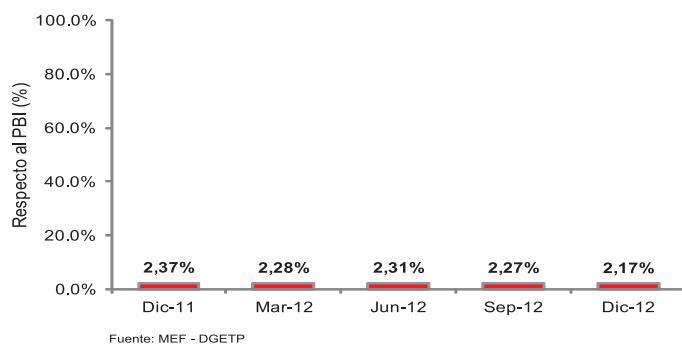
Ministerio
de Economía y Finanzas

b. Valor patrimonial en riesgo (VPR)

La medición y seguimiento del riesgo estructural de tasa de interés en el largo plazo se basa en el análisis del cambio en el valor presente de los activos y pasivos ante movimientos de la curva de tasas de interés; tal variación se verá reflejada en el valor de mercado del patrimonio del Gobierno Central.

Al cierre del año 2012, ante la variación estándar de tasas de interés utilizada, el indicador de Valor Patrimonial en Riesgo fue de S/. 11 460 millones, equivalente a 2,2% del PBI. De acuerdo a la estructura de balance del Gobierno Central, éste estaría moderadamente expuesto a una disminución en el nivel de las tasas de interés. Sin embargo, dado que las tasas de interés en el mundo se encuentran en mínimos históricos, existe muy poco margen para que el riesgo se materialice, convirtiéndose, por el contrario, en una alternativa contracíclica para incrementar el valor económico futuro del Gobierno Central. Así, en base a la gestión realizada, el indicador ha ido disminuyendo en el tiempo, manteniendo una tendencia a la baja durante todo el año 2012.

GRÁFICO N° 4: VALOR PATRIMONIAL EN RIESGO (VPR)



7.3 RIESGO DE TIPO DE CAMBIO

El riesgo estructural de tipo de cambio se refiere a la potencial pérdida que asume el Gobierno Central ante variaciones en la cotización de la moneda nacional con respecto a las diferentes divisas en los mercados financieros cuando existen brechas entre los vencimientos de sus operaciones activas y sus operaciones pasivas en diferentes monedas extranjeras.

La estructura de los activos por monedas tiene al nuevo sol como principal componente con una participación del 54,2% respecto del total, incrementándose frente al cierre del año anterior en 8,6%, año en el que el dólar estadounidense tenía la mayor participación en el total de activos.

Mientras que la estructura de pasivos por monedas tiene como principal componente al dólar estadounidense con una participación de 48,5% respecto del total, la participación del dólar estadounidense ha disminuido frente al año anterior en 3%, incrementándose la participación del nuevo sol que se ubicó en 42,5%, con un aumento de 3,7% frente al periodo anterior.

CUADRO N° 7: POSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS POR MONEDAS

<u>Activos</u>	Participación 2011 (%)	Participación 2012 (%)
	\$/. 38 511 MM	\$/. 51 250 MM
Disponible	44,3 %	54,0%
Nuevos Soles	39,2%	51,0%
Dólares	5,1%	3,0%
Euros	0,0%	0,1%
Cuentas por cobrar	8,8%	5,6%
Nuevos Soles	0,5%	0,8%
Dólares	1,5%	0,4%
Euros	0,5%	0,3%
Yenes	6,2%	4,1%
Otros	0,0%	0,0%
Fondos restringidos	47,0%	40,4%
Nuevos Soles	5,9%	2,4%
Dólares	41,1%	38,0%
Euros	0,0%	0,0%
TOTAL	100,0%	100,0%

Fuente: MEF - DGETP

La actual coyuntura global, principalmente las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados han generado una apreciación en las monedas locales de países en desarrollo con sólidos fundamentos económicos, como es el caso del Perú. Es por esto que se ha venido siguiendo muy de cerca el mercado cambiario y su impacto sobre el balance del Gobierno Central mediante el uso de herramientas estocásticas, como la métrica de Valor en Riesgo y diversos escenarios de estrés.

CUADRO N° 8: POSICIÓN DE LOS PASIVOS FINANCIEROS POR MONEDAS

<u>Activos</u>	Participación 2011 (%)	Participación 2012 (%)
	\$/. 38 511 MM	\$/. 51 250 MM
Disponible	44,3 %	54,0%
Nuevos Soles	39,2%	51,0%
Dólares	5,1%	3,0%
Euros	0,0%	0,1%
Cuentas por cobrar	8,8%	5,6%
Nuevos Soles	0,5%	0,8%
Dólares	1,5%	0,4%
Euros	0,5%	0,3%
Yenes	6,2%	4,1%
Otros	0,0%	0,0%
Fondos restringidos	47,0%	40,4%
Nuevos Soles	5,9%	2,4%
Dólares	41,1%	38,0%
Euros	0,0%	0,0%
TOTAL	100,0%	100,0%

Fuente: MEF - DGETP

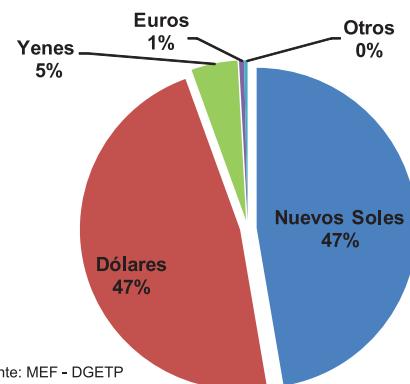
Incluyendo las operaciones de derivados realizadas, la participación del nuevo sol en la estructura de los pasivos se incrementa a 47%, y la participación del dólar estadounidense se reduce a 47%.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

GRÁFICO N° 5: COMPOSICIÓN DE PASIVOS CON DERIVADOS

a. Posición de balance en monedas extranjeras

Al cierre del 2012 el Gobierno Central muestra una posición al contado de sobreventa equivalente a S/. 25 833 millones conformado principalmente por dólares estadounidenses. Además se ha incluido el valor presente de los derivados y los intereses que generan las operaciones activas y pasivas con el objetivo de que el análisis tome en cuenta la existencia de desfases temporales entre estas operaciones. De esta forma, al cierre del 2012 el Gobierno Central muestra una posición global de sobreventa (pasivos netos) equivalente a S/. 24 299 millones conformado principalmente por dólares estadounidenses.

CUADRO N° 9: POSICIÓN DE CAMBIO AL CIERRE DE 2012

	Monto (Miles S.)
Posición al contado (Activos - Pasivos) (A)	-25 833
Posición a plazo (Derivados + Intereses por cobrar - Intereses por pagar) (B)	-36 328
Posición total (C) = (A) + (B)	-62 161
Posición global (Valor presente de (C))	-24 299

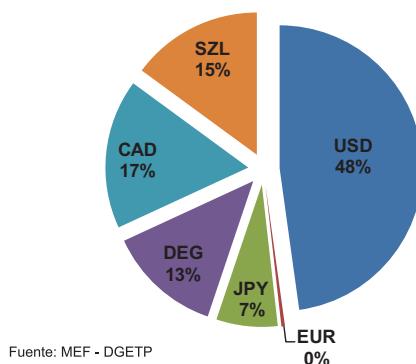
Fuente: MEF - DGETP

b. Valor en riesgo cambiario

Para la medición y monitoreo del riesgo cambiario se utiliza un modelo de Valor en Riesgo (VaR) que calcula la máxima pérdida esperada a partir de la volatilidad a 90 días de los rendimientos de las monedas que forman parte del balance mediante el método de simulación de Montecarlo; el modelo se calcula en base a una muestra de 10 años y un nivel de confianza del 99%.

De acuerdo al análisis realizado, la máxima pérdida esperada por tipo de cambio medida al cierre del 2012 es de S/. 1 114 millones, equivalente al 0,2% del PBI, siendo el dólar la moneda que más contribuyó al nivel del VaR dada su preponderancia dentro de la posición global. En base al resultado anterior y con el objetivo de realizar las ganancias generadas por tipo de cambio durante el 2012 se vienen estableciendo políticas y lineamientos que prioricen el endeudamiento en moneda nacional en el largo plazo.

GRÁFICO N° 6: CONTRIBUCIÓN POR MONEDAS AL VaR AL CIERRE DE 2012



7.4 RIESGO DE CONCENTRACIÓN

El riesgo de concentración tiene múltiples aristas y con diferentes efectos en la gestión de activos y pasivos, se puede medir los descalces de concentración por mercados, por contrapartes, por exposición al riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario, entre otros. El común denominador no sólo es la pérdida de la capacidad para diversificar, sino también la eventual generación de una potencial vulnerabilidad sistémica que finalmente también afecte la solidez de las finanzas públicas. La concentración también genera una menor flexibilidad y, sobre todo, una menor capacidad de negociación, tanto para obtener unos mayores rendimientos de los activos por parte de los deudores como para lograr unos menores costos de parte de los acreedores.

CUADRO N° 10: CONCENTRACIÓN DE ACTIVOS POR DEUDORES

Contraparte	Importe (MMSI.)	Participación %
Disponible	27,691	54.00%
Banco Central de Reserva Perú	23,982	46.80%
Banco de la Nación	3,709	7.20%
Cuentas por cobrar	2,882	5.60%
Entidades públicas no financieras	2,876	5.60%
Entidades de inversión	6	0.00%
Fondos Restringidos	20,682	40.40%
Banco Central de Reserva Perú	20,532	40.10%
Banco de la Nación	150	0.30%
Total	51,256	100.00%

Fuente: MEF - DGETP

Actualmente se viene realizando el seguimiento de la concentración de deudores en las operaciones activas y el seguimiento de la concentración de acreedores en las operaciones pasivas con el objetivo de ir incrementando la diversificación por todos los factores de riesgo asociados. En tal sentido, como parte de la estrategia de inversión, es fundamental generar una suficiente y diversificada competencia que permita mantener



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

una atractiva rentabilidad y liquidez. Por ello se realiza un seguimiento de la estructura de deudores del Gobierno Central, con la finalidad de poder realizar los cambios que mejoren la estructura de las inversiones.

CUADRO N° 11: CONCENTRACIÓN DE PASIVOS POR ACREDITORES

Acreedores	Importe (MMS/.)	Participación
Valores en circulación	58,627	67.50%
Tenedores residentes	19,010	21.90%
Tenedores no residentes	39,616	45.60%
Adeudos	28,273	32.50%
Organismos multilaterales	19,211	22.10%
Club de París	6,185	7.10%
Otros organismos	1,816	2.10%
Entidades de inversión	1,061	1.20%
Total	86,900	100,0%

Fuente: MEF - DGETP

Asimismo, como parte de la estrategia de endeudamiento, es fundamental para los intereses de la República mantener una adecuada diversificación de las fuentes de financiamiento y contar con acceso permanente a los mercados financieros internacionales. Por ello, se realiza el seguimiento de la estructura de acreedores del Gobierno Central, atento a la necesidad de realizar cambios que fortalezcan la estructura de deuda pública.

8. RENDIMIENTOS Y COSTOS EQUIVALENTES

Tanto el rendimiento como el costo equivalentes que se presentan a continuación han sido calculados como el efectivo en moneda nacional que, respectivamente, obtuvo y desembolsó el Gobierno Central durante el 2012 por sus inversiones y sus obligaciones pactadas, tomando en cuenta así, el efecto de la variación del tipo de cambio sobre el rendimiento y el costo de las operaciones en moneda extranjera, así como el de las tasas de interés variables y de los instrumentos indexados.

En el caso de los activos financieros (Cuadro N° 12), los bajos rendimientos a nivel mundial de las divisas extranjeras, principalmente del dólar estadounidense, producto de las bajas tasas de interés que siguieron al estallido de la crisis financiera internacional, junto su depreciación frente a la moneda nacional, generaron que el rendimiento equivalente promedio del total de activos financieros expresados en nuevos soles durante el 2012 fuera de -0,9%.

Sin embargo, estos mismos factores, pero principalmente la apreciación de la moneda nacional frente a las divisas en la que está pactada la deuda externa, generaron que durante el año, el costo equivalente promedio del total de pasivos financieros (Cuadro N° 13) expresados en nuevos soles fuera de 1,9% incrementándose ligeramente al incluir el costo de los derivados pactados, llegando a un nivel de 2,8%.

Estrategia de gestión global de activos y pasivos *

CUADRO N° 12: RENDIMIENTO DE ACTIVOS FINANCIEROS 2012

	Saldo 2012 (MM S.)	Rendimiento en nuevos soles (%)	Rendimiento en moneda de origen (%)
Disponible	27 691	2,1%	
Nuevos soles	26 113	3,1%	3,1%
Dólares	1 525	-5,3%	0,1%
Euros	53	-4,9%	0,2%
Cuentas por cobrar	2 877	-5,4%	
Nuevos Soles	380	5,2%	5,2%
Dólares	199	-1,8%	3,7%
Euros	168	-2,8%	2,4%
Yenes	2 120	-15,3%	1,8%
SCP	10	-1,8%	2,9%
Fondos restringidos	20 682	-4,6%	
Nuevos soles	1 226	3,0%	3,0%
Dólares	19 450	-5,4%	0,1%
Euros	7	-4,9%	0,1%
TOTAL	51 250	-0,9%	

Fuente: MEF - DGETP

CUADRO N° 13: COSTO DE PASIVOS FINANCIEROS

Pasivos	Saldo 2012 (MM S.)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en soles con derivados (%)	Costo moneda de origen (%)
Valores en circulación	58 627	4,9%	5,0%	
Soles	34 033	7,3%		7,3%
Dólares	23 579	1,9%		7,5%
Euros	1 015	1,6%	4,9%	7,5%
Adeudados	27 211	-3,4%	-2,1%	
Soles	2 448	5,5%		5,5%
Dólares	18 602	-0,6%	0,0%	2,7%
Euros	1 413	-3,0%	-2,7%	2,6%
Yenes	4 443	-15,2%	-15,1%	2,5%
Otros	307	-1,5%		1,4%
TOTAL	85 838	1,9%	2,8%	

Fuente: MEF - DGETP

Asimismo, en el Cuadro N° 14 se muestra el costo neto equivalente que se enfrentó por cada moneda durante 2012, medido como la diferencia entre el rendimiento promedio y el costo promedio en términos de nuevos soles.

Cabe resaltar que el cálculo no toma en cuenta diferencias por plazo promedio ni por tipo de tasa o tipo de contraparte involucrada¹⁴.

¹⁴ Dichas diferencias podrían tratar de ser consideradas con el uso de derivados, pero ello obligaría a asumir determinados supuestos que no necesariamente se cumplen, especialmente si las contrapartes involucradas pertenecen a países con niveles de riesgo soberano diferentes.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

CUADRO N° 14: COSTO NETO POR MONEDAS 2012

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Costo neto (B)-(A)
	Saldo (millones S/.)	Rendimiento (A)	Saldo (millones S/.)	Costo (B)	
Nuevos soles	27 725	3,2%	37 542	7,0%	3,8%
Dólares	21 173	0,3%	42 180	5,3%	5,1%
Euros	227	0,8%	2 428	4,6%	3,8%
Yenes	2 120	1,9%	4 443	2,5%	0,7%
Otros	10	2,5%	307	1,4%	-1,0%
Total	51 256		86 900		

Fuente: MEF - DGETP

9. METAS CUANTITATIVAS PARA LA ESTRUCTURA DE DEUDA BRUTA

Sobre la base de tres escenarios alternativos, plenamente consistentes con el análisis prospectivo del Marco Macroeconómico Multianual 2014-2016, se ha estimado un rango referencial de metas para los indicadores de la deuda bruta del Gobierno Central al cierre del año 2016, esto con la finalidad de cuantificar el impacto de las principales acciones tácticas que se llevarán a cabo como parte de la implementación de la gestión de la deuda. Dichos escenarios consideran algunos supuestos sobre la evolución de la economía, los montos de financiamiento que se requerirían para satisfacer las necesidades fiscales y ejecutar operaciones de administración de deuda potenciales, así como las perspectivas de los mercados financieros local e internacional que definirán el acceso y las condiciones en las que se captará el nuevo endeudamiento.

9.1 CONTEXTO ACTUAL Y PERSPECTIVAS

La economía peruana registró un crecimiento anual de 6,3% en 2012. El desenvolvimiento de la actividad económica del país fue explicado por el dinamismo de la demanda interna y externa. Durante los tres primeros trimestres el crecimiento de este indicador fue mayor a la presentada por sus pares regionales, siendo sólo superada por el crecimiento registrado en la economía China. Más adelante se espera la recuperación de la economía mundial, específicamente las economías desarrolladas (EEUU, Zona Euro) y emergentes (Brasil).

Durante el 2012 los bancos centrales de las principales economías desarrolladas (Banco de Japón, Reserva Federal y Banco central Europeo) han mantenido las tasas de referencia de corto plazo a niveles cercados a cero. En el caso de los EEUU, la decisión de incremento de la tasa de política monetaria ha sido expresamente atada a la positiva evolución de indicadores económicos relacionados con el desempleo, y no sólo la inflación. Este exceso de liquidez internacional y la búsqueda de rentabilidad en papeles de países emergentes por parte de los inversionistas hacen que no se espere un pronto incremento de la tasa de referencia en el Perú para evitar una mayor afluencia de dólares a nuestra economía y con ello una mayor apreciación del sol frente al dólar.

En 2012 la moneda peruana se apreció 5,4% contra el dólar, tendencia que se ha mantenido desde hace diez años. El mayor debilitamiento del dólar se debe a los planes de estímulo o inyección monetaria ejecutados por la Reserva Federal en los últimos años, desde los anuncios del QE1 en noviembre 2008, el QE2 en noviembre 2010, el “Operation Twist” en setiembre 2011, y finalmente el QE3 en setiembre 2012.

Para reducir esta tendencia, el BCRP ha intervenido discrecionalmente en el mercado cambiario, ha incrementado la tasa de encaje media en moneda nacional y, en mayor medida, en moneda extranjera y también ha incrementado el límite de inversiones de los fondos de pensiones en el exterior. Con respecto a las principales monedas globales se ha observado que en los últimos 10 años ha habido una mayor volatilidad de los tipos de cambio del euro y el yen respecto del dólar que del dólar respecto del sol, esta menor volatilidad es producto de la intervención del BCRP en el mercado cambiario.

Durante el año 2012 se observó la continua caída en el rendimiento exigido a la deuda soberana gracias a los sólidos fundamentos económicos y a la búsqueda de rentabilidad por parte de los no residentes en un contexto de alta liquidez internacional e incertidumbre global por los estímulos monetarios realizados por los principales bancos centrales del mundo, producto de la crisis de la deuda soberana en la zona euro, la débil recuperación de EEUU y el enfriamiento de la economía China.

De acuerdo a las expectativas y los supuestos relacionados al desplazamiento de las curvas de rendimiento y de los diferenciales entre monedas para el corto y largo plazo en el 2013, se resume gráficamente (Cuadro N° 15) el comportamiento esperado de las curvas soberanas de la República en nuevos soles y dólares americanos.

CUADRO N° 15: EVOLUCIÓN ESPERADA PARA LAS CURVAS DE RENDIMIENTO PARA EL PERÚ EN 2013

Concepto	Corto plazo	Largo plazo	Pendiente de las curvas
Curva soberana en dólares	↑	↑	↑
Curva soberana en soles	↓	↑	↑
Diferencial entre soles - dólares	↓	↑	

Fuente: MEF - DGETP

9.2 ESCENARIOS PARA CUANTIFICAR EL RANGO DE METAS CUANTITATIVAS

Se consideraron tres escenarios para definir el rango de sensibilidad de los diversos indicadores relacionados con el endeudamiento público. Cada escenario obedece a diferentes supuestos de variables económicas y financieras y a las operaciones de administración de deuda que se planea ejecutar dentro de los próximos cuatro años.

El escenario base supone que, de acuerdo con las expectativas del mercado para el año 2013 se espera mantener la senda del crecimiento económico interno observado en el año anterior por encima del 6% anual, lo cual tendrá un impacto positivo en los ingresos del Gobierno Central. Para el año 2014 en adelante, se asume una consolidación de este crecimiento en niveles parecidos al observado en el año 2013. Se prevé que el resultado económico será de 0,5% en el año 2013 con una tendencia a mejorar en promedio de 1,1% hasta el año 2017. Este escenario es consistente con las perspectivas de crecimiento moderadas de nuestros socios comerciales, debido a la incertidumbre sobre la sostenibilidad



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

de la recuperación económica mundial, a las consecuencias de las medidas de ajuste fiscal adoptadas por los países más avanzados, así como una corrección en los precios de las materias primas y productos básicos. El escenario optimista asume que la economía peruana registrará un crecimiento económico en alrededor del 8% anual desde el año 2013 hasta el año 2016 inclusive, lo cual permitiría captar mayores ingresos a favor del fisco y, por tanto, se lograría obtener un resultado económico promedio de 2,8% para este periodo. Este escenario supone un mayor dinamismo de la economía principalmente por un mejor desempeño de la demanda privada focalizado en mayores ejecuciones de proyectos de inversión anunciados para los próximos años.

El escenario pesimista asume una evolución menos favorable de las variables macroeconómicas y una recuperación de la economía mundial más lenta que la esperada. Así, el PBI se estancaría en niveles de alrededor del 3,5% en promedio anual hasta el 2016, mientras que por otro lado se observaría una recuperación de la economía mundial más lenta que la esperada. Esto afectaría las expectativas de los agentes, traduciéndose en un menor dinamismo del gasto privado, principalmente por las menores inversiones o postergaciones de las mismas.

Por tanto, dado este contexto, y sobre la base de estos escenarios, se ha establecido para el cierre de 2016 el rango referencial de metas indicado.

CUADRO N° 16: METAS CUANTITATIVAS REFERENCIALES AL CIERRE DE 2016

Indicador	Rango al cierre de diciembre de 2016
Porcentaje de nuevos soles en el portafolio	56,4% - 70,2%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	73,9% - 79,0%
Vida media (años)	12,2 - 14,9
Reprecio medio (años)	10,8 - 13,8
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_ /	5,9% - 5,7%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_ /	63,1% - 75,0%

Fuente: MEF - DGETP

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

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

10. PROYECCIÓN DE LA DEUDA BRUTA 2013-2016

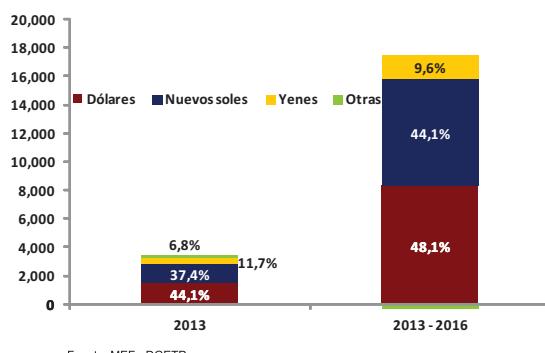
El análisis para estimar la evolución de la deuda bruta hasta el cierre de 2016 obedece a los supuestos que sustentan el desarrollo del escenario base.

10.1 SERVICIO DE LA DEUDA

Debido a que el servicio de amortizaciones del año 2013 representa alrededor del 4% del total adeudado (S/. 3 450 millones) y las amortizaciones anuales hasta el 2016 representan niveles de pagos similares, actualmente el servicio de la deuda no representa una preocupación para la caja fiscal dado,

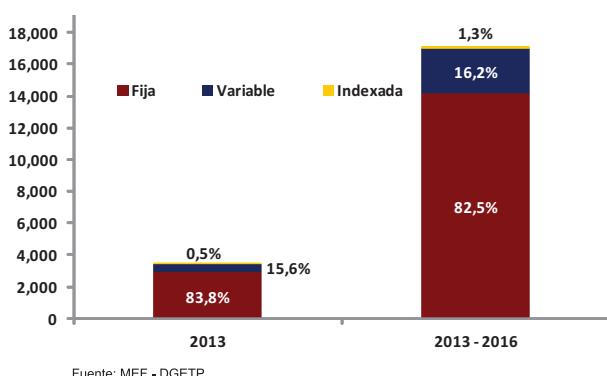
que en términos relativos, la presión en el Presupuesto de la República continuará disminuyendo, como ha sucedido en relación a los años anteriores.

GRÁFICO N° 7: VENCIMIENTOS POR MONEDAS (En millones de S/.)



Alrededor del 80% de los pagos del año 2013 se realizarán en monedas diferentes al nuevo sol, mejorando hasta el 53% en los vencimientos acumulados para los próximos 4 años (Gráfico N° 7). Sin embargo, la fuerte apreciación de la moneda local viene favoreciendo coyunturalmente el presupuesto asignado para la atención del servicio de la deuda pública, reduciéndose temporalmente el potencial impacto del riesgo del tipo de cambio. No obstante, la visión de gestión de la deuda es de largo plazo por lo que se continúa orientando los esfuerzos en privilegiar el nuevo endeudamiento en moneda local.

GRÁFICO N° 8: VENCIMIENTOS POR TASAS DE INTERÉS (En millones de S/.)



Por otro lado, la tasa de inflación continúa en niveles históricamente bajos y los analistas del mercado prevén que este escenario se mantendrá todavía por uno o dos años más. Asimismo, se observa que la estructura de tasas de interés de la deuda del Gobierno Central no representa un riesgo importante en tanto, ni para los próximos 12 meses ni para los cuatro años subsiguientes, pues, el 91,1% y el 86,2% de los vencimientos que deberán atenderse en esos períodos de tiempo, respectivamente, corresponden a obligaciones pactadas a tasa fija (Gráfico N° 8).



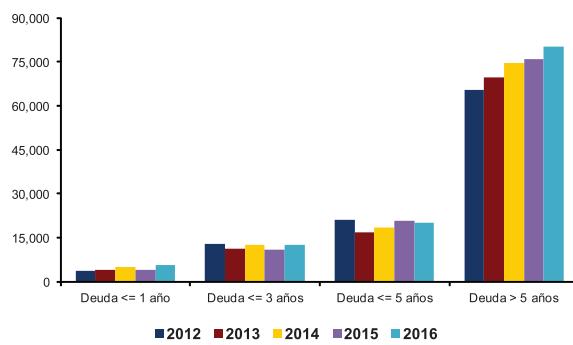
PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

10.2 COMPOSICIÓN POR PLAZO AL VENCIMIENTO

Se espera que el perfil de vencimientos de la deuda pública continúe evolucionando a favor de un incremento de los pagos a plazos mayores.

GRÁFICO N° 9: PLAZO AL VENCIMIENTO DE LA DEUDA BRUTA (En millones de S./.)



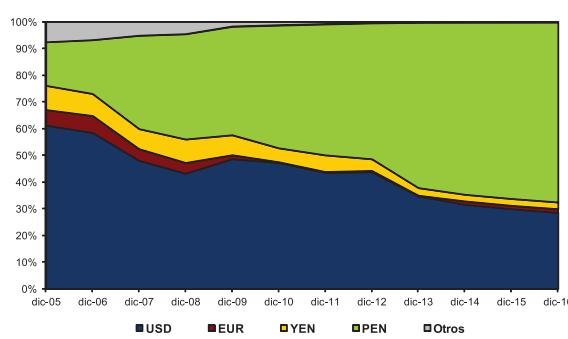
Fuente: MEF - DGETP

En efecto, en el escenario base, el porcentaje de vencimientos de la deuda mayor a 5 años a diciembre de 2016 se proyecta en alrededor del 80,0%, cuando en diciembre de 2012 el valor correspondiente fue de 75,5% aproximadamente. Los factores que explican este cambio están relacionados con las operaciones de administración de deuda, cuyos financiamientos se suponen con la emisión de bonos soberanos de largo plazo.

10.3 COMPOSICIÓN POR MONEDAS

Incrementar la participación de los nuevos soles en el total de la deuda bruta es uno de los objetivos más importantes de esta estrategia, en tanto los países de la región que cuentan con similar calificación crediticia que el Perú (BBB) mantienen una posición de sus obligaciones en moneda local muy por encima de lo alcanzado hasta la fecha por la República. En tal sentido, al cierre del año 2016 se prevé que este indicador alcance un nivel de alrededor del 70%, meta que también está contemplada en el Plan Estratégico Institucional 2012-2016.

GRÁFICO N° 10: EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA DEUDA BRUTA POR MONEDAS

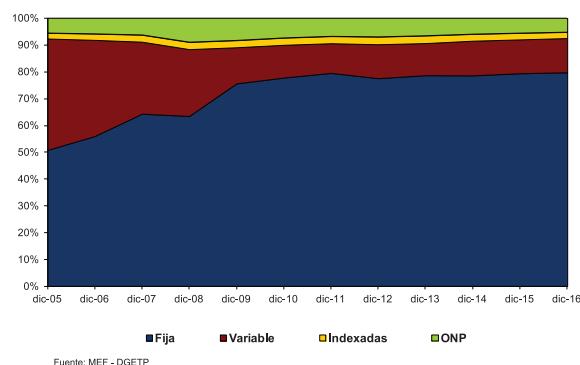


Fuente: MEF - DGETP

10.4 COMPOSICIÓN POR TIPO DE TASA DE INTERÉS

Por otro lado, se estima que la deuda pactada a tasa fija no variará mucho manteniendo en alrededor de su nivel actual situándose en alrededor del 79,0% al cierre del año 2016, brindando de esta manera predictibilidad al pago de intereses de la deuda.

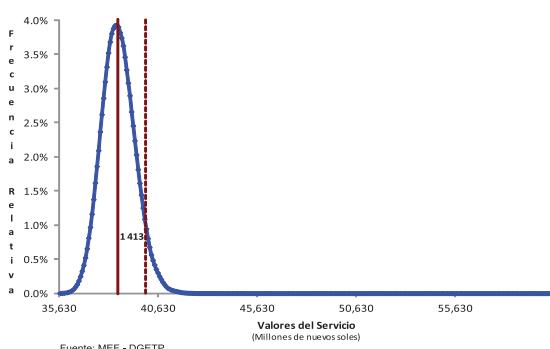
GRÁFICO N° 11: EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA DEUDA BRUTA POR TASAS DE INTERÉS



10.5 SERVICIO EN RIESGO

Un análisis del servicio en riesgo (SeR¹⁵) arroja que el servicio de deuda estimado para los próximos cuatro años (desde el año 2013 hasta el año 2016 inclusive), con un nivel de confianza del 95%, alcanza niveles de alrededor de S/. 38 620 millones. El riesgo atribuido a las fluctuaciones de las tasas de interés y los tipos de cambio, que podría implicar un egreso adicional respecto al servicio previsto (medido por la diferencia entre el percentil 95% y el promedio), alcanza el valor de S/. 1 413 millones, un 3,7% adicional al pago del servicio de deuda estimado (Gráfico N° 10).

GRÁFICO N° 12: SERVICIO DE RIESGO DE LA DEUDA BRUTA EN LOS PRÓXIMOS 4 AÑOS





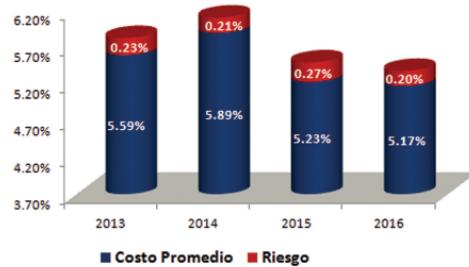
PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

10.6 ANÁLISIS DE COSTOS

El costo promedio anual de la deuda bruta en términos de nuevos soles está definido como el pago de intereses de la deuda más el monto adicional que podría generarse por efecto de las variaciones en el tipo de cambio y las tasas de interés¹⁶. Este exceso, que se define como riesgo, se determinó tomando en cuenta la evolución estocástica de las tasas de interés y tipos de cambio, así como su correlación conjunta¹⁷.

GRÁFICO N° 13: COSTO Y RIESGO DE LA DEUDA PÚBLICA BRUTA PARA EL PERÍODO 2013-2016

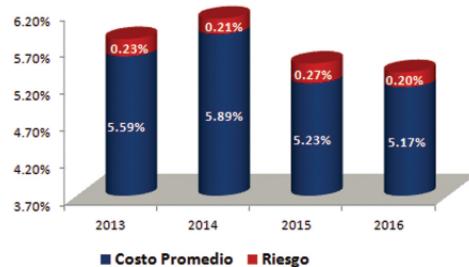


Fuente: MEF - DGETP

11. SOSTENIBILIDAD Y PERFIL DE LA DEUDA BRUTA

En términos relativos se han estimado algunos indicadores de deuda respecto al PBI esperado para los próximos años a fin de analizar su sostenibilidad y viabilidad presupuestal. En el Cuadro N° 17, se observa la tendencia de estos ratios para el caso del escenario base, cuyo comportamiento es decreciente, dado el nivel de la tasa de crecimiento del PBI proyectado y el efecto de las operaciones de administración de deuda planeadas para el período de análisis.

CUADRO N° 17: RATIOS DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL (EN PORCENTAJE DEL PBI)



Fuente: MEF - DGETP

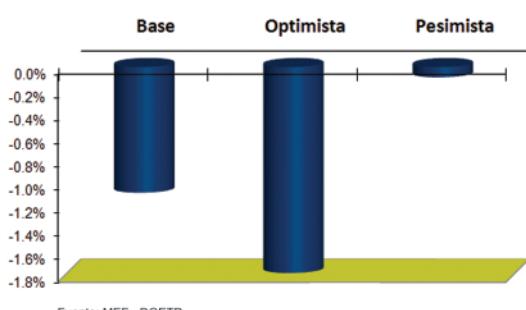
16 Este costo financiero toma en consideración la evolución creciente que tendrían las tasas de interés de los préstamos pactados a tasas variables de la deuda pasiva y las tasas fijas del nuevo financiamiento y la estabilidad esperada en el tipo de cambio, lo cual incrementaría el costo de la deuda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

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

Estrategia de gestión global de activos y pasivos *

El análisis del comportamiento del ratio de deuda pública del Gobierno Central a través del indicador de sostenibilidad¹⁸, arroja que la deuda es sostenible en los escenarios base y optimista. Este resultado es el reflejo de las perspectivas favorables de crecimiento del país y del buen manejo de la política fiscal que permitirá seguir reduciendo las necesidades de financiamiento y por tanto el peso relativo de la deuda pública. En el escenario pesimista, que supone un crecimiento menos favorable de las variables macroeconómicas y condiciones negativas en los precios de las variables financieras en el futuro, la deuda no sería sostenible según este indicador.

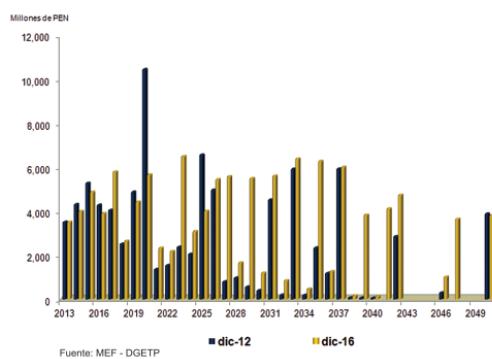
GRÁFICO N° 14: INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA DEL GOBIERNO CENTRAL



Fuente: MEF - DGETP

Uno de los objetivos de la estrategia también es mejorar el perfil de vencimientos de la deuda del Gobierno Central para evitar excesivas concentraciones de pagos. Así en el Gráfico N° 15 se muestra el perfil de vencimientos de la deuda pública del Gobierno Central, que incluye los flujos de la deuda proyectada, generada por el nuevo endeudamiento que se contrataría en el período 2013-2016 para financiar los requerimientos financieros y las operaciones de manejo de pasivos que se han previsto realizar durante el presente ejercicio. Uno de los aspectos más relevantes que se puede observar es la mitigación de la concentración de pagos en el año 2020 así como una redistribución de los vencimientos en el largo plazo a cambio de una mejor estabilidad en los años próximos. Esta política va en línea con el hecho de privilegiar la emisión de algunos títulos soberanos en el tramo largo de la curva con el fin de dotarlos de mayor liquidez.

GRÁFICO N° 15: PROYECCIÓN DINÁMICA DE AMORTIZACIONES DE LA DEUDA PÚBLICA



Fuente: MEF - DGETP

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



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

12. EVALUACIÓN DE LA EJECUCIÓN DE LA ESTRATEGIA EN 2012

La alta volatilidad de los mercados internacionales observada durante el año 2011, especialmente en los instrumentos de renta fija, alimentaron la incertidumbre para obtener los recursos necesarios para enfrentar el pago del servicio de deuda durante el año 2012. En este contexto el 25 de enero de 2012 el Perú salió al mercado internacional con una emisión de bonos soberanos (reapertura del bono soberano 2031) por S/. 1 615 millones equivalente a US\$ 600 millones y una emisión de bonos globales (reapertura del bono global 2050) por US\$ 500 millones. Este contexto también frenó eventualmente las emisiones ordinarias planeadas de bonos soberanos hasta el mes de junio de 2012, cuando se lo retomó con la emisión de un nuevo bono soberano con vencimiento en el año 2023.

Por otro lado, tampoco se pudo ejecutar ninguna de las operaciones de administración de deuda planeadas, en tanto que esta incertidumbre, generada por el desenvolvimiento de las economías desarrolladas, continuó durante el año 2012, lo que incidió en los resultados alcanzados en los indicadores sobre la gestión de la deuda al cierre del período. El Cuadro N° 18 permite ver estos resultados en el que la mayoría de los indicadores se encuentran dentro del rango previsto en tanto la gestión de la deuda del Gobierno Central efectuada en el año 2012 continuó privilegiando el financiamiento en nuevos soles a tasa fija y a plazos mayores a 10 años.

CUADRO N° 18: EVALUACIÓN DE LAS METAS CUANTITATIVAS REFERENCIALES DEL PAEAD 2012

Concepto	Meta a diciembre 2012	Ejecución a diciembre 2012
Porcentaje de nuevos soles en el portafolio	48,1% - 53,7%	51,0%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	74,4% - 76,3%	76,8%
Vida media (años)	12,7 - 13,4	12,8
Reprecio medio (años)	11,3 - 12,2	11,7
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses	4,1% - 3,7%	4,0%
Coeficiente de concentración del pago de amortizaciones anuales	8,9% - 3,9%	0,0%
Porcentaje de financiamiento en moneda local	52,7% - 70,9%	58,4%

Fuente: MEF - DGETP

ANEXO 1

METODOLOGÍA DEL FONDO ÍNDICE DE BONOS

El índice será calculado de manera diaria a través de la estimación de la tasa de rendimiento total de un portafolio compuesto por todos los bonos de la República del Perú denominados en soles nominales del día de hoy (RT_t) multiplicado por el valor del índice del día anterior.

$$Vindice - Vindice_{(t-1)} \times (1+RT_t)$$

Donde:

Vindice: Valor del índice en el periodo t

Vindice t-1: Valor del índice en el periodo t-1

RTt: Rendimiento total del portafolio compuesto por bonos denominados en soles, el cual es obtenido a partir de:

$$RT_t = \sum_{i=1}^N w_i(t) \times retot_i(t)$$

Donde:

Wi: es el porcentaje de participación de cada bono portafolio compuesto por bonos de-nominados en soles.

retot (i): es el rendimiento total de un determinado bono

El rendimiento total de cada bono (retot (i)) es obtenido a partir de la suma de cinco componentes:

- Rendimiento por precio: por movimientos de mercado
- Rendimiento por cupón: por los cupones recibidos

Por otra parte, la participación de cada bono en el portafolio de bonos será obtenida a partir de:

$$w_i(t) = \frac{VP_i(t-1)}{VP_{cash}(t-1) + \sum_k VP_k(t-1)}$$

Donde:

VP: valor presente de los flujos pendientes de pago de cada bono

VP cash (t-1): flujo de efectivo acumulado en t-1, este concepto incluye pago de intereses y amortizaciones.

Primer martes de cada mes: Emisión de letras por un monto máximo de S/. 15 millones en los plazos de referencia de 3 meses y 9 meses.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

ANEXO 2

CRONOGRAMA DEL PROGRAMA DE SUBASTAS ORDINARIAS DE TÍTULOS DEL TESORO

Julio 2013	Agosto 2013	Septiembre 2013
D L M M J V S	D L M M J V S	D L M M J V S
1 2 3 4 5 6	4 5 6 7 8 9 10	1 2 3 4 5 6 7
7 8 9 10 11 12 13	11 12 13 14 15 16 17	8 9 10 11 12 13 14
14 15 16 17 18 19 20	18 19 20 21 22 23 24	15 16 17 18 19 20 21
21 22 23 24 25 26 27	25 26 27 28 29 30 31	22 23 24 25 26 27 28
28 29 30 31		29 30
Octubre 2013	Noviembre 2013	Diciembre 2013
D L M M J V S	D L M M J V S	D L M M J V S
1 2 3 4 5	1 2	1 2 3 4 5 6 7
6 7 8 9 10 11 12	3 4 5 6 7 8 9	8 9 10 11 12 13 14
13 14 15 16 17 18 19	10 11 12 13 14 15 16	15 16 17 18 19 20 21
20 21 22 23 24 25 26	17 18 19 20 21 22 23	22 23 24 25 26 27 28
27 28 29 30 31	24 25 26 27 28 29 30	29 30 31
Enero 2014	Febrero 2014	Marzo 2014
D L M M J V S	D L M M J V S	D L M M J V S
1 2 3 4	1	1
5 6 7 8 9 10 11	2 3 4 5 6 7 8	2 3 4 5 6 7 8
12 13 14 15 16 17 18	9 10 11 12 13 14 15	9 10 11 12 13 14 15
19 20 21 22 23 24 25	16 17 18 19 20 21 22	16 17 18 19 20 21 22
26 27 28 29 30 31	23 24 25 26 27 28	23 24 25 26 27 28 29
		30 31
Abril 2014	Mayo 2014	Junio 2014
D L M M J V S	D L M M J V S	D L M M J V S
1 2 3 4 5	1 2 3	1 2 3 4 5 6 7
6 7 8 9 10 11 12	4 5 6 7 8 9 10	8 9 10 11 12 13 14
13 14 15 16 17 18 19	11 12 13 14 15 16 17	15 16 17 18 19 20 21
20 21 22 23 24 25 26	18 19 20 21 22 23 24	22 23 24 25 26 27 28
27 28 29 30	25 26 27 28 29 30 31	29 30

○ Primer martes de cada mes: Emisión de letras por un monto máximo de S/. 15 millones en los plazos de referencia de 3 meses y 9 meses.

○ Segundo martes de cada mes: Emisión de bonos por un monto mínimo de S/. 15 millones de los bonos de referencia SB12AGO2017, SB12FEB2029 y SB12FEB2018 (VAC).

○ Tercer martes de cada mes: Emisión de letras por un monto máximo de S/. 15 millones en los plazos de referencia de 6 meses y 12 meses.

○ Cuarto martes de cada mes: Emisión de bonos por un monto mínimo de S/. 15 millones de los bonos de referencia SB12SET2023, SB12FEB2042 y SB12AGO2046 (VAC).

Términos y condiciones de la información contenida en este anexo: En caso que alguna de las fechas de la subasta ordinaria coincidiera con un día festivo, ya sea para el sector público o para el sector privado, la subasta se realizará el día hábil siguiente. Las subastas especiales no tienen cronograma, ni montos, ni títulos predefinidos, los mismos que, cuando se vayan a realizar, se anunciarán oportunamente, en función de las condiciones de mercado. En cualquier caso, la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público se reserva el derecho de modificar el calendario de subastas ordinarias de títulos de deuda pública.

