

Estrategia de  
**GESTIÓN GLOBAL**  
de Activos y Pasivos

2014 - 2017





# Estrategia de GESTIÓN GLOBAL de Activos y Pasivos \*

## 2014 – 2017

\*Documento aprobado por la Resolución Ministerial N° 245-2014-EF/52 con la conformidad del Comité de Gestión de Activos y Pasivos creado por la Ley N° 30116 como instancia que define los lineamientos y acciones para una adecuada gestión de los activos y pasivos financieros que conforman la Hacienda Pública. Incluye el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda al que se refiere el artículo 14° 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.

## 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

Eduardo Olavegoya Hurtado

Luis Cubas Huallpa

Oscar Pinedo Meza

Josué Sifuentes Rodríguez

Jonathan Gutiérrez Escudero

Frank Henríquez Coronel

Ciro Clemente Albitres

## ESTRATEGIA DE GESTIÓN GLOBAL DE ACTIVOS Y PASIVOS

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2014-14191

Editado por el Ministerio de Economía y Finanzas

Jr. Junín 319 , Cercado de Lima

Impreso en Talleres Gráficos de Forma e Imagen

Av. Arequipa 4558 Miraflores, Lima

**Clasificación JEL: G18, H63, H74, H81**

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: [inversionistas@mef.gob.pe](mailto:inversionistas@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 mayo del 2014

## Mensaje del Ministro de Economía y Finanzas

El manejo de la economía peruana durante el año 2013 y lo que va de 2014 se ha constituido en un importante desafío, ya que enfrentamos, al igual que un gran número de países emergentes, la materialización de riesgos globales que han afectado el desempeño económico esperado. Por un lado, la desaceleración de la economía china y de las economías de Brasil, Rusia, India y Sudáfrica impactó en los precios de los minerales que exportamos, mientras que, por otro lado, se tuvo que enfrentar los efectos provenientes de la incertidumbre generada en torno al retiro del estímulo monetario en los EEUU.

En esta coyuntura, por el lado macroeconómico, la expansión del PIB nacional no ha sido la que esperábamos, pero aún así confiamos que sobrepase el 5% entre 2013 y 2014, una de las más altas de la región, y seguiremos luchando para adoptar medidas que nos permitan regresar a mayores ritmos de crecimiento. Por su parte, el principal impacto macrofinanciero se tradujo en una alta volatilidad de los rendimientos de la curva soberana y del tipo de cambio, variables que finalmente abandonaron los niveles mínimos que habían alcanzado durante el inhabitual escenario de exuberante liquidez internacional.

El diseño de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2014-2017 se ha elaborado en forma consistente con el objetivo general de un manejo responsable y sostenido de las finanzas públicas y también guarda plena consistencia con la política fiscal y las proyecciones del Marco Macroeconómico Multianual.

Bajo ese marco, la actuación del Tesoro seguirá orientada a minimizar el costo de los pasivos financieros y maximizar el rendimiento de los activos financieros, de manera global y sujeta al nivel de riesgo máximo establecido en los lineamientos para la gestión global de activos y pasivos, para lo cual se requiere consolidar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública como un pilar fundamental para el desarrollo del mercado financiero interno. Así, se desarrollarán innovaciones en las emisiones periódicas de títulos del Tesoro de corto y de largo plazo, en soles nominales y reales, lo que se complementará con la implementación de un mercado de operaciones de reporte, instrumento clave para darle un

mayor rendimiento al ahorro público, de manera responsable y transparente, y al mismo tiempo contribuirá a darle mayor profundidad y liquidez al mercado de valores y a todo el sistema financiero en general.

En concordancia con lo anterior, y con el fin de consolidar una gestión responsable de los activos y pasivos financieros públicos según las mejores prácticas internacionales, se ha formalizado la constitución de un comité técnico de alto nivel en el que se definirán y seguirán los lineamientos y acciones aprobados para una adecuada gestión global de todos los activos y pasivos financieros que conforman la Hacienda Pública, con una visión de largo plazo y orientada a lograr la modernización y eficiencia en el manejo de las finanzas públicas.

Finalmente, quiero destacar que estamos plenamente convencidos de que la profundización de las medidas que venimos planteando e implementando en materia de política financiera para alcanzar un mayor nivel de desarrollo financiero en general, nos conducirán progresivamente a nuevas mejoras en nuestra calificación de riesgo soberano y a que toda la economía peruana tenga más acceso a menores costos de financiamiento.

**Luis Miguel Castilla Rubio**  
Ministro de Economía y Finanzas

## Mensaje del Director General de Endeudamiento y Tesoro Público

Me complace presentarles la versión actualizada de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, la misma que mantiene la misma visión, orientación y metas de largo plazo del documento publicado el año 2013, pero que, además, presenta los nuevos retos y desafíos que enfrentarán en el manejo de las finanzas nacionales las diferentes entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública en la actual coyuntura, y los lineamientos de política para enfrentarlos con éxito.

El año pasado se iniciaron las principales reformas necesarias de cara al cumplimiento de nuestro objetivo de profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local. Así, entraron en vigencia los nuevos reglamentos de letras, bonos y creadores de mercado, con la finalidad de establecer un marco de actuación moderno en línea con las mejores prácticas internacionales. En el presente año entrará en vigencia el reglamento de operaciones de reporte con valores del Tesoro, lo que completará el marco normativo relevante para favorecer el desarrollo de un mercado más competitivo, líquido, transparente y diversificado.

Del mismo modo, se iniciaron las subastas periódicas de bonos y letras del Tesoro, respetando estrictamente el calendario establecido, con lo cual se logró cumplir con los objetivos planteados en esta etapa para cada segmento de mercado. En el caso de las letras, se completó el tramo corto de la curva soberana y se dio acceso efectivo al inversor minorista; en el caso de los bonos nominales, se cumplió con la emisión periódica de puntos de referencia apoyando la estabilidad de las tasas de interés y; en el caso de los bonos VAC, después de varios años se sentaron las primeras bases del nuevo compromiso del Tesoro para atender a este segmento de la demanda con necesidades específicas para el manejo de sus portafolios. En este año prevemos profundizar este nuevo formato de subastas que viene transmitiendo una mayor confianza a los participantes del mercado y que nos ha dado resultados muy satisfactorios.

En cuanto a la gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería, luego de completar las adecuaciones normativas, a partir del presente año entrará formalmente en funciones el Comité de Gestión de Activos y Pasivos del Ministerio de Economía y Finanzas, instancia encargada

de tomar decisiones de inversión y financiamiento, bajo un enfoque de gestión del riesgo estructural del balance, y garantizando el progresivo cumplimiento de las metas financieras de largo plazo aprobadas.

Las principales acciones de la estrategia que hemos planteado seguir se han reagrupado en cuatro ejes fundamentales: **i)** Gestión de activos, orientada a constituir y administrar reservas de liquidez para enfrentar desfases temporales o contingencias, además de gestionar la inversión de los ahorros del Tesoro, **ii)** Gestión de pasivos, buscando darle continuidad a la emisión periódica más frecuente de bonos de referencia reales y nominales, **iii)** Gestión de tesorería, con la finalidad de rentabilizar adecuadamente los excedentes temporales de fondos utilizando principalmente títulos del propio Tesoro y, **iv)** Estructura de mercado, con el objetivo de liderar las mejoras de infraestructura que necesita todo el mercado de valores de deuda pública local y poder lograr funcionar pronto en línea con los más altos estándares internacionales.

Quiero finalmente ratificar nuestro compromiso de seguir trabajando arduamente para cumplir nuestras metas y objetivos de largo plazo, en aras de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y la estabilidad financiera de nuestro país.

**Carlos Linares Peñaloza**  
Director General de Endeudamiento  
y Tesoro Público



# Contenido

MENSAJE DEL MINISTRO DE ECONOMÍA Y FINANZAS	5
MENSAJE DEL DIRECTOR GENERAL DE ENDEUDAMIENTO Y TESORO PÚBLICO	7
RESUMEN EJECUTIVO	11
1. INTRODUCCIÓN	19
2. CONTEXTO	21
2.1 Marco conceptual relevante	21
2.2 Cobertura y alcance	22
2.3 Planes estratégicos nacionales, objetivos y metas	24
3. LINEAMIENTOS PARA LA GESTIÓN GLOBAL DE ACTIVOS Y PASIVOS	27
3.1 Fundamentos económicos y financieros	27
3.2 Principios básicos para la gestión financiera	28
3.3 Políticas financieras para la gestión de activos y pasivos	31
3.4 Lineamientos tácticos para la gestión del riesgo estructural	36
3.5 Objetivo principal de la estrategia	39
4. ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL	41
4.1 Activos financieros (ahorro bruto)	41
4.2 Pasivos financieros (deuda bruta)	42
4.3 Deuda pública neta	44
4.4 Rendimientos y costos	45
5. RIESGO ESTRUCTURAL DE BALANCE DEL GOBIERNO CENTRAL	49
5.1 Riesgo de liquidez	49
5.2 Riesgo de tasa de interés	52
5.3 Riesgo de tipo de cambio	55
5.4 Riesgo de concentración	59
5.5 Escenarios de estrés y balance de riesgos	61
6. EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA IMPLEMENTADA EN 2013	65
6.1 Cumplimiento de los lineamientos de política financiera	65
6.2 Desarrollo del mercado de valores de deuda pública	71
6.3 Evaluación de las proyecciones efectuadas	74

7. ESTRATEGIA 2014 - 2017	76
7.1 Gestión de activos	76
7.2 Gestión de pasivos	81
7.3 Gestión de tesorería	88
7.4 Estructura del mercado	91
8. PROYECCIONES 2014-2017	99
8.1 Contexto actual y perspectivas	99
8.2 Escenarios para cuantificar el rango de las proyecciones	101
8.3 Proyección del servicio y composición de la deuda bruta	103
8.4 Servicio y costo en riesgo de la deuda bruta	106
8.5 Sostenibilidad determinística de la deuda bruta	108
ANEXO 1: Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2014	111
ANEXO 2: Normas Legales Relevantes para la Estrategia	115
ANEXO 3: Calificación de Riesgo Soberana y Evaluación Interna	119
ANEXO 4: Interacción de Objetivos del Tesoro con los de la Política Monetaria	122
ANEXO 5: Glosario de Definiciones	124
ANEXO 6: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro	126

## Índice de Recuadros

Recuadro 1: Registro de información de activos y pasivos de las entidades públicas	23
Recuadro 2: Perfil óptimo de la deuda peruana por mercado	30
Recuadro 3: Mejores prácticas en concesiones de obra pública	35
Recuadro 4: Principales teorías sobre las tasas de interés y los tipos de cambio	38
Recuadro 5: Mejora en nivel de satisfacción de relaciones con inversionistas	66
Recuadro 6: Módulo de subastas de fondos públicos	68
Recuadro 7: Evolución del mercado secundario de bonos del Tesoro	72
Recuadro 8: Estimación de la reserva secundaria de liquidez	77
Recuadro 9: Calificación de riesgo de crédito ajustada por riesgo cambiario	79
Recuadro 10: Nuevo reglamento de letras del Tesoro	83
Recuadro 11: Nuevo reglamento de bonos del Tesoro	85
Recuadro 12: Demanda estructural promedio de bonos soberanos 2014-2017	86
Recuadro 13: Reglamento de operaciones de reporte	90
Recuadro 14: Beneficios de los módulos de registro de operaciones financieras	92
Recuadro 15: Nuevo reglamento de creadores de mercado	93
Recuadro 16: Portal internet para la venta de títulos de deuda pública	95
Recuadro 17: Metodología del índice del Tesoro	96
Recuadro 18: Evolución del rendimiento del índice del Tesoro	97

## RESUMEN EJECUTIVO

### Evolución en el 2013

Tras la aprobación de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016, se inició la implementación de una serie de acciones orientadas al cumplimiento coherente de los nuevos lineamientos de política financiera, metas y objetivo principal aprobados para la Estrategia. Este proceso también fue clave para continuar fortaleciendo la reputación del Tesoro respecto de la solidez y confianza del cumplimiento de su compromiso de profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública y de contribuir a mantener la estabilidad financiera, incluso ante la exacerbada volatilidad de los mercados financieros. Como se recordará, el año 2013 estuvo caracterizado por el inicio del fin de la expansión monetaria y la crisis política en torno a las negociaciones fiscales y el techo de endeudamiento en EEUU, mientras que en China fueron los problemas de su sistema financiero y los temores de desaceleración económica los que introdujeron una alta volatilidad al mercado.

Con la clara visión de largo plazo de la Estrategia, en la parte normativa se continuaron efectuando cambios regulatorios muy importantes en la arquitectura del mercado de valores de deuda pública en moneda local. Se aprobaron nuevos reglamentos de letras y de bonos con nuevas reglas de subasta (subasta híbrida) y nuevos participantes elegibles (agencias de bolsa, fondos de pensiones, aseguradoras, cajas, etc.); la SMV aprobó la nueva regulación para los mecanismos centralizados de negociación de deuda pública e instrumentos derivados de éstos; se formalizó la constitución legal del Comité de Gestión de Activos y Pasivos dentro del MEF; se incorporó la toma de decisiones de inversión del FEF en consistencia con la estrategia del Tesoro; se aprobó la ley de operaciones de reporte; y, después de varios años, se oficializaron todas las Normas Internacionales de Contabilidad del Sector Público para su progresiva y uniforme adopción en todas las entidades públicas de los tres niveles de gobierno, de manera consistente con el Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas 2001/2014.

En paralelo, el equipo técnico empezó con la implementación operativa de la mayoría de las acciones anunciadas en la Estrategia para el periodo 2013-2016. Se cumplió consistentemente con el cronograma semanal del nuevo Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro, donde después de muchos años nuevamente se empezaron a emitir letras del Tesoro y bonos soberanos VAC; se empezaron a efectuar por primera vez reuniones trimestrales con todas las entidades elegibles para las subastas del Tesoro; se empezó a utilizar un nuevo módulo de subastas de fondos públicos vía internet; se evitó emitir deuda pública en el exterior para reducir la prociclicidad de la deuda externa total como fuente de vulnerabilidad macrofinanciera; se efectuaron prepagos a or-

ganismos internacionales para reemplazarlos con emisiones en el mercado local e impulsar su desarrollo; y se continuaron implementando mejoras adicionales en las relaciones con inversionistas que también fueron reconocidas en la evaluación anual del Instituto de Finanzas Internacionales.

Y lo más importante, pese al complicado panorama de los mercados financieros, la demanda efectiva local por títulos del Tesoro durante 2013 siguió creciendo sólidamente, en línea con lo estimado. Según las cifras de tenencia final de bonos soberanos, entre fines de 2012 y fines de 2013 la demanda efectiva adicional a valor facial de los bancos fue de S/. 1 393 millones, la de las aseguradoras fue de S/. 737 millones, la de los fondos de pensiones fue de S/. 387 millones y la de los fondos públicos S/. 729 millones. Estos incrementos de tenencia por parte de institucionales locales sumaron a valor facial un total de S/. 3 246 millones, los que a valor de mercado de fines de 2013 equivalieron a S/. 3 440 millones, muy cerca de las proyecciones de demanda estructural local que se efectuaron el año anterior, en un contexto en el que la calificación soberana de la deuda en moneda local de la República pasó de “BBB+” a “A-” para S&P y para Fitch.

En ese contexto, el Gobierno Central, la unidad institucional económicamente relevante de la Hacienda Pública cuya capacidad de pago es objeto de evaluación y calificación de riesgo soberano, cerró el 2013 con una deuda bruta equivalente a 16,4% del PIB y una deuda neta (deuda bruta menos ahorro bruto) equivalente a 5,5% del PIB, menor que el 6,8% con el que cerró 2012. Esta menor deuda neta se debió principalmente al incremento de activos, cuyos principales componentes son los ahorros que se hallan en el FEF y los colchones de liquidez acumulados para enfrentar situaciones de estrés en el sistema de cuentas del Tesoro. Sin embargo, debido a la aún elevada dolarización de los pasivos financieros, el costo anual total medido en soles de sus pasivos pasó de +2,6% a +10,7%, mientras que, producto de la menor elasticidad de los rendimientos de los activos, el rendimiento anual total medido en soles pasó de -0,9% a +4,9%. Por consiguiente, el mayor rendimiento de los activos no pudo compensar el mayor costo de los pasivos y, por esa diferencia de elasticidades, tampoco lo hubiera podido compensar si la posición de cambio hubiera sido nula, en un contexto de subida del tipo de cambio del dólar y de sus tasas de interés. Así, el costo neto anual de la deuda neta pasó de 3,5% a 5,8%, evidenciando oportunidades de mejora en: (i) en el rendimiento de los activos, manteniendo una posición contracíclica frente al riesgo de tasas de interés y reduciendo el riesgo de concentración, y (ii) en el costo de los pasivos, reduciendo las posiciones de cambio y diversificándolas, sin afectar la gestión del riesgo de liquidez.

## Estrategia financiera para 2014-2017

En consecuencia con los compromisos asumidos y los logros ya alcanzados, la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2014-2017 detalla las principales acciones que el Gobierno tiene la intención de continuar implementado, manteniendo la flexibilidad necesaria para su adecuación a las nuevas circunstancias que se vayan generando en el futuro. La Estrategia es formulada y divulgada al público en general con la finalidad de dar a conocer, bajo una visión de largo plazo, las políticas, los objetivos y las metas más relevantes para la estrategia financiera del Tesoro, así como también detalla, de ahora en adelante, los lineamientos y acciones generales que deberán observar todas las entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública, cuya evaluación y seguimiento estará a cargo del Comité de Gestión de Activos y Pasivos, el mismo que está presidido por el Ministro de Economía y Finanzas. Entre los lineamientos más importantes aprobados están cuatro principios básicos en torno a los cuales se debe organizar toda la gestión financiera:

- Centralización de la liquidez de flujos y saldos de fondos,
- Optimización de la relación entre riesgo y rendimiento/costo;
- Comparación sobre una misma base comparable; y
- Priorización de la mayor competencia posible en todo nivel.

Otros lineamientos fundamentales a observar obligatoriamente son los de las políticas financieras para la gestión de activos y pasivos, que son las mismas que ya se habían aprobado como lineamientos de política financiera en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016. En tal sentido, las políticas financieras que se observarán para la gestión global de activos y pasivos financieros son:

- Profundizar el mercado de valores aumentando la deuda pública en soles,
- Mantener reservas de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad,
- Rentabilizar los fondos públicos y reducir el costo de su liquidez,
- Mantener una sana estructura de financiamiento en la deuda indirecta,
- Reducir la prociclicidad de la deuda externa como fuente de vulnerabilidad, y
- Asegurar la sostenibilidad de la deuda pública neta.

Así, en observancia de dichas políticas, se continuará desarrollando el mercado de valores en soles a través de la reducción de la dolarización de la deuda pública y de la deuda pública externa, constituyendo reservas de liquidez suficientes para enfrentar situaciones de estrés, incrementando la rentabilidad de los ahorros acumulados con depósitos colateralizados y reportes con títulos del propio Tesoro, manteniendo una sana estructura de deuda indirecta adoptando las mejores prácticas internacionales en concesiones de obra pública, fomentando el ahorro interno, contribuyendo a asegurar la sostenibilidad de la deuda neta, y proveyendo curvas de rendimientos líquidas en soles nominales y en soles reales como los principales bienes públicos de referencia brindados

por el Estado para profundizar el desarrollo financiero en todo el país, evitando así la gestación de vulnerabilidades sistémicas frente a crisis cambiarias o crisis financieras, para lo cual también se limitará la exposición de los fondos públicos a contrapartes con elevada dolarización crediticia.

Y para la gestión del riesgo estructural de balance y el riesgo de mercado incurrido en la gestión global de activos y pasivos, se observarán cuatro lineamientos tácticos como principales métodos para alcanzar los objetivos y metas propuestos. Para ello es necesario tener en cuenta que, de acuerdo a las mejores prácticas internacionales, los procesos de evaluación de las operaciones financieras del Gobierno deben basarse en una visión de largo plazo, teniendo en cuenta especialmente los fundamentos de la teoría económica (desde un punto de vista social) y no sólo en una visión de corto plazo sustentada sólo en la teoría financiera (desde un punto de vista privado). Los gobiernos tienen características peculiares que le impiden utilizar los tradicionales instrumentos de análisis financiero como si fueran cualquier agente económico que tan solo busca reducir el costo de la deuda sujeto a un nivel prudente de riesgo. Así, los lineamientos tácticos a observar son:

- Optimización de la gestión del riesgo de liquidez,
- Posición contracíclica frente al riesgo de tasas de interés,
- Diversificación del riesgo cambiario, y
- Control del riesgo de concentración.

Por consiguiente, el objetivo de la Estrategia continuará buscando un manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas, minimizando el costo de los pasivos y maximizando el rendimiento de los activos, sujeto al nivel de riesgo establecido por los lineamientos antes indicados, para lo cual se debe profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local como el principal medio para cubrir los temporales requerimientos financieros del Gobierno derivados de la gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería. Este objetivo se ha fortalecido con la aprobación del nuevo Reglamento de Organización y Funciones del Ministerio de Economía y Finanzas, el mismo que establece que una de sus principales funciones es formular, proponer, ejecutar y evaluar las políticas, normas, y lineamientos técnicos para el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en el marco de una gestión global de activos y pasivos.

De este modo, la formulación de la Estrategia está concebida de tal manera que, adoptando los mejores estándares internacionales, contribuya a que la República continúe reduciendo sus vulnerabilidades financieras de largo plazo, en línea con los planes estratégicos nacionales aprobados, lo que se seguirá reflejando en mejoras adicionales de su calificación de riesgo soberano. Para ello, recoge las principales recomendaciones en cuanto a las oportunidades de mejora en materia de desdolarización financiera, desdolarización de la deuda pública e incremento en el nivel del desarrollo del mercado local de créditos y de valores.

Para la definición de sus políticas y demás lineamientos, la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos ha contemplado reducir las posibles debilidades que el Perú mantiene en algunas variables de desarrollo financiero. Con esa visión se plantean líneas de acción específicas para la gestión de activos, para la gestión de pasivos, para la gestión de la tesorería y para el desarrollo de la estructura de mercado:

- **En la gestión de activos,** la estrategia está dirigida a constituir reservas de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad financiera; a implementar una gestión contracíclica de las inversiones proveyendo liquidez a los tenedores de valores de deuda pública; a implementar una gestión activa de caja con mayor competencia, diversificación y transparencia; optimizar el crédito público directo; y a evaluar continuamente la sostenibilidad del crédito público indirecto y de la contragarantía que lo respalde, independientemente de la deuda o de los fondos que los financien, 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 alternativas de inversión.
- **En la gestión de pasivos,** la estrategia está dirigida a incrementar la diversificación de los tenedores de la deuda; a generar señales más frecuentes sobre más vértices clave de las curvas de rendimientos nominal y real; a generar volúmenes de deuda atractivos para cada segmento; a no generar inestabilidad en las tasas de interés con las diferentes subastas; a estabilizar el pago de intereses de toda la deuda en el tiempo; a reducir el nivel de dolarización de la deuda bruta; a incrementar el tamaño del mercado de valores de deuda pública en soles para reducir la deuda externa; a mitigar en forma oportuna el futuro riesgo de liquidez que pueda generar la concentración excesiva de vencimientos; y a reducir el costo financiero asociado al riesgo de tasa de interés que innecesariamente pudiera generar un volumen de refinanciación más alto para los mercados financieros.
- **En la gestión de tesorería,** la estrategia está dirigida a recaudar los ingresos directamente de los contribuyentes; a rentabilizar los flujos de dinero que temporalmente no se gasten desde el primer día; a suavizar el impacto sobre la liquidez de fondos del sistema por las subastas de títulos del Tesoro; y a proveer la liquidez de títulos del Tesoro antes de que se subasten.
- **En la estructura de mercado,** la estrategia está dirigida fundamentalmente a optimizar la infraestructura del mercado de valores de deuda pública en moneda nacional; a repotenciar el papel que juegan las entidades con la condición de Creadores; a incrementar el nivel de competencia, transparencia y liquidez en la formación de precios de un mercado más contestable; a brindar acceso a la deuda pública a las personas de a pie; a constituir un fondo índice como referencias de riesgo soberano para los fondos mutuos y fondos de pensiones; y a mejorar la cobertura y forma

de aplicación del principio de entrega contra pago en la compensación y liquidación de valores de deuda pública en general.

## Resultados esperados 2014-2017

Como en 2013, para proyectar los resultados esperados a inicios de 2014 se elaboraron cuatro escenarios determinísticos consistentes con las proyecciones del Marco Macroeconómico Multianual 2015-2017. La cuantificación prospectiva toma en cuenta el cumplimiento de las políticas financieras y las metas relevantes establecidas en el PESEM y el PEI 2012-2016. La finalidad de efectuar estas proyecciones es la de cuantificar el impacto de las principales acciones que se llevarán a cabo como parte de la implementación de la gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería. Los supuestos consideran la evolución de la economía, los montos de financiamiento que se requerirían para satisfacer las necesidades fiscales y la ejecución de algunas operaciones de administración de deuda, 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.

El escenario base responde al contexto en el que se proyectó mejorar el crecimiento hasta un 6% anual, con un impacto positivo en los ingresos del Gobierno Central. Para el año 2015 en adelante, se asume una consolidación de este crecimiento en niveles parecidos. Las operaciones de administración de deuda que se planea realizar en los próximos cuatro años están en línea con las acciones previstas para cumplir con los principios, políticas y tácticas, así como alcanzar el objetivo de profundización del desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local.

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Escenario base</b>					
Deuda del G.C./PBI	15,3%	15,8%	16,0%	15,7%	13,9%
Servicio del G.C./PBI	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,2%
Amortizaciones del G.C./PBI	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,4%
Intereses del G.C./PBI	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,7%

El escenario optimista supone que la economía peruana registrará un crecimiento económico en torno al 6,7% anual hasta el año 2017 inclusive, mientras que el escenario pesimista asume un crecimiento de 4.5% anual. Así, en el primer caso se lograría obtener un resultado económico promedio de 0,9% para este periodo, en tanto que para el segundo caso, se asume que el contexto internacional sería contrario al dinamismo de la economía, especialmente por el lado de la demanda externa a través de una fuerte disminución de los volúmenes de las exportaciones y de una caída de los precios internacionales. Esto afectaría las expectativas de los agentes económicos, traducándose en una menor rotación del gasto privado, principalmente por las menores inversiones



o postergaciones de las mismas. Por tanto, si consideramos los escenarios optimista y pesimista como el rango dentro del cual se espera que se desenvuelva la economía hasta 2017, se obtienen los siguientes estimados:

Concepto	Pesimista - Optimista a fines de 2017
Porcentaje de soles en el saldo bruto	57,2% - 72,1%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	76,9% - 79,4%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	56,2% - 71,1%
Vida media (años)	12,9 - 16,2
Reprecio medio (años)	11,9 - 15,5
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses	6,9% - 6,0%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local	70,5% - 84,4%

Finalmente, se incluye el cronograma 2014-2015 del Programa de Subastas Ordinarias del Títulos del Tesoro, donde se indica que el nuevo cronograma de las subastas ordinarias de letras (primeros y terceros martes de cada mes) y de bonos (cuatro primeros jueves de cada mes), con nuevos valores de referencia nominales y reales, en un contexto en el cual la volatilidad de los mercados continuará alta, y con la intención de no declarar desierta ninguna subasta, de modo que se le dé al mercado precios más frecuentes y una mayor liquidez para generar localmente suficientes economías de escala y de alcance para desarrollar luego rápidamente, primero, el mercado de operaciones de reporte y, después, el mercado de derivados, como ya existen en los otros países de la región.



# 1. INTRODUCCIÓN

La Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos es un plan multianual que contiene las principales directrices o líneas de acción a implementar en la gestión de los activos y pasivos financieros, pero manteniendo la flexibilidad necesaria para su adecuación a las nuevas circunstancias que se vayan generando en el futuro. Es formulado y divulgado al público en general con la finalidad de dar a conocer, bajo una visión de largo plazo, las políticas y los objetivos más relevantes para la estrategia de gestión financiera, así como los lineamientos y acciones generales que deberán observar las entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública.

El propósito que persigue la publicación y difusión de este documento, que también sirve de guía al Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda que se incluye (ver Anexo N° 1), es el de constituirse en un instrumento de planeamiento que también mejore la comunicación y transparencia sobre la estrategia del Gobierno para profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública y promover una sana y diversificada inversión de los fondos públicos, contribuyendo así a facilitar la cobertura de sus requerimientos de endeudamiento, inversión y manejo de tesorería y, al mismo tiempo, contribuir a asegurar la sostenibilidad de la deuda pública total neta, en el marco de un manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas.

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, tanto a nivel del Gobierno Central<sup>1</sup> como de las demás entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública<sup>2</sup>, con el fin de hacer un eficiente manejo de los descargos de balance a lo largo del ciclo económico. Esto no sólo permitirá determinar la oportunidad para mejorar el perfil de su deuda, sino también para invertir o desinvertir los ahorros y las reservas de liquidez que se mantengan en forma contracíclica para apoyar la ejecución de la política fiscal.

Este nuevo marco de actuación fortalecerá la gestión de la deuda pública neta en consistencia con la política macroeconómica en general y, en especial, con la política fiscal descrita en el Marco Macroeconómico Multianual 2015-2017. Asimismo, se constituirá en un 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 apoyar a consolidar

<sup>1</sup> En línea con las normas internacionales para las estadísticas fiscales y para facilitar la comparación con los otros países, la definición de Gobierno Central utilizada para determinar la cobertura objetivo de los activos y pasivos financieros relevantes para el análisis corresponde a la del Gobierno Central del Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas 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), ni del resto de entidades o unidades institucionales que completan el Sector Gobierno Central.

<sup>2</sup> En sentido amplio corresponde a todo el Sector Público, es decir, a todas las entidades o unidades institucionales que conforman el Sector Gobierno General más las empresas públicas financieras y no financieras de los tres niveles de gobierno.

el desarrollo del mercado de valores doméstico de títulos del Tesoro en soles, un bien público clave cuyo costo de provisión a cargo del Estado es una condición necesaria para lograr la mayor profundización del desarrollo financiero en cualquier país.

El presente documento no sólo tiene la intención de presentar una transparente rendición de cuentas de los avances ya logrados en 2013 para optimizar las finanzas públicas, el análisis de su situación actual y la estrategia planeada para los siguientes cuatro años, sino que su implementación también busca contribuir a fomentar un mayor desarrollo del mercado de capitales, de modo que los agentes económicos peruanos tengan mayor acceso y menores costos, incluyendo el esfuerzo para que la República continúe consolidando mejoras en las calificaciones de riesgo soberano asignadas, preparándola al mismo tiempo para cuando los mercados financieros y sus flujos monetarios vuelvan a estar en su equilibrio de más largo plazo.

En tal sentido, la nueva estrategia en implementación busca cumplir un rol clave para hacer más robusta la composición de la deuda pública, reduciendo vulnerabilidades como las originadas por la deuda externa y la exposición a fluctuaciones cambiarias del balance del Gobierno, mejorando así la resistencia de la economía frente a posibles crisis financieras o crisis cambiarias y, al mismo tiempo, contribuyendo a promover una mayor inclusión financiera a lo largo y ancho del país.

El resto del documento se organiza en siete secciones que abarcan cuatro grandes tópicos. En las dos primeras secciones se hace un breve repaso del contexto considerado en la formulación y observancia de los lineamientos para la gestión de activos y pasivos. En las dos secciones siguientes se hace un análisis de los activos y pasivos del Gobierno Central y del riesgo estructural de balance involucrado. En las dos secciones subsiguientes se evalúa la estrategia implementada en 2013 y la estrategia formulada para el periodo de 2014-2017. Y en la última sección se proyectan los resultados esperados de la ejecución de la estrategia sobre los principales indicadores que anualmente se reportan al Congreso.

## 2. CONTEXTO

### 2.1 Marco conceptual relevante

Este documento, que es una actualización de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016, utiliza el mismo marco conceptual en el que se viene desarrollando actualmente la convergencia de las mejores prácticas y estándares en los diferentes aspectos de las finanzas con la aplicación de principios coherentes a nivel internacional, con los cuales también es coherente el marco conceptual aprobado para las normas de control interno<sup>3</sup>.

En tal sentido, para este reporte sobre la gestión de activos y pasivos del gobierno cobra particular relevancia el marco conceptual básico de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y las Normas Internacionales de Contabilidad del Sector Público (NICSP): proveer información financiera que sea útil a los inversores, actuales y potenciales, y otros acreedores en la toma de decisiones sobre proveer recursos hacia la entidad o unidad institucional reportante, lo que también es particularmente extensivo para una transparente rendición de cuentas frente al contribuyente y al público peruano en general.

Por información financiera útil se entiende a toda aquella información relevante que represente fielmente lo que efectivamente pretende representar y cuya utilidad mejora si es comparable, verificable, oportuna y comprensible. La información será relevante para los usuarios si éstos la pueden usar como ayuda para evaluar hechos pasados, presentes o futuros o para confirmar o corregir evaluaciones pasadas, donde la materialidad es un aspecto de una relevancia que se determina al nivel de cada entidad reportante. Para que la información represente fielmente las transacciones y otros hechos, debe presentarse de acuerdo al fondo económico de dichas transacciones y otros hechos y no meramente según la forma legal de los mismos, pero mostrada de forma completa, neutral y sin errores, con el fin de evitar efectuar análisis inadecuados u obtener conclusiones erróneas.

Para la formulación de este documento también se ha tenido en cuenta el marco conceptual de los diferentes principios básicos y estándares claves publicados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS), la Asociación Internacional de Seguros de Depósito (IADI), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), en el contexto de una cada vez mayor interdependencia económica global que necesariamente debe ser considerada por

<sup>3</sup> El control interno es un proceso integral efectuado por el titular, funcionarios y servidores de una entidad, diseñado para enfrentar a los riesgos y para dar seguridad razonable de que, en la consecución de la misión de la entidad, se alcanzarán los siguientes objetivos: (i) Promover la eficiencia, eficacia, transparencia y economía en las operaciones de la entidad, así como la calidad de los servicios públicos que presta; (ii) Cuidar y resguardar los recursos y bienes del Estado contra cualquier forma de pérdida, deterioro, uso indebido y actos ilegales, así como, en general, contra todo hecho irregular o situación perjudicial que pudiera afectarlos; (iii) Cumplir la normatividad aplicable a la entidad y a sus operaciones; (iv) Garantizar la confiabilidad y oportunidad de la información (v) Fomentar e impulsar la práctica de valores institucionales; y (vi) Promover el cumplimiento de los funcionarios o servidores públicos de rendir cuentas por los fondos y bienes públicos a su cargo o por una misión u objetivo encargado y aceptado.

una economía pequeña y abierta como la del Perú, expuesta a una cada vez mayor libre movilidad de capitales, donde el Tesoro no sólo es actor clave de la red de seguridad financiera del país, sino el emisor de los títulos o valores que sostienen uno de los principales pilares de todo el sistema financiero.

Finalmente, y no por eso menos importante, también se han observado detalladamente todas las normas legales y demás disposiciones que mencionan directa o indirectamente los fines que debe cumplir este documento para la gestión de las finanzas públicas en el Perú, los mismos que se pueden revisar en el Anexo N° 2.

## 2.2 Cobertura y alcance

Todos los lineamientos<sup>4</sup> y acciones<sup>5</sup> generales definidos más adelante son válidos y observables para todas las entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública, siempre y cuando no afecten los mandatos constitucionales o legales a los que se encuentren sujetas.

Sin perjuicio de ello, en tanto las entidades públicas<sup>6</sup> de los tres niveles de gobierno terminan de adoptar uniformemente las Normas Internacionales de Contabilidad del Sector Público que fueran oficializadas en 2013, el subsiguiente análisis de activos y pasivos que se muestra en este documento se circunscribe inicialmente al de los activos y pasivos financieros del Gobierno Central, cobertura que se irá ampliando posteriormente (ver Recuadro N° 1), independientemente del análisis que cada entidad internamente ya haya venido implementando<sup>7</sup>.

Asimismo, se debe entender por gestión global de activos y pasivos al conjunto de técnicas y procedimientos para asegurar una correcta y oportuna toma de decisiones financieras de inversión, endeudamiento y manejo de tesorería, visto como un todo, para lo cual se requiere utilizar información financiera útil sobre las relaciones favorables y desfavorables, devengadas y por devengar, entre los diversos componentes de los activos y pasivos financieros que se hallan dentro y fuera del balance de la entidad o unidad institucional involucrada y que son los que definen su perfil de riesgo estructural de balance y exposición al riesgo de mercado.

4 Los lineamientos son rasgos característicos generales que deben seguirse en determinada materia, lo que incluye las conductas o comportamientos a seguir en una determinada dirección o la propia dirección, tendencia, orientación o estilo a observarse.

5 Las acciones son iniciativas necesarias para alcanzar metas o cumplir determinados objetivos o para priorizar el cumplimiento de determinadas políticas, las mismas que pueden planificarse sistemáticamente en el tiempo y conformar una estrategia.

6 Las empresas públicas ya se están regiendo por las Normas Internacionales de Información Financiera.

7 La Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público (DGETP) es la encargada de proponer las políticas y diseñar las normas y procedimientos para implementar la gestión global de los activos y pasivos financieros. En 2012 las principales acciones para implementar esta nueva visión estratégica fueron: (i) la 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; (ii) la elaboración de herramientas informáticas que ayuden a las empresas y entidades financieras públicas a cuantificar su exposición al riesgo, las mismas que se hallan publicadas en el portal [www.mef.gob.pe/tesoro/activos-y-pasivos.php](http://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; y (iii) las 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.

### Recuadro 1: Registro de información de activos y pasivos de las entidades públicas

Con el fin de unificar y estandarizar, bajo los estándares internacionales vigentes, los criterios a tener en cuenta para el registro de información de todos los activos y pasivos financieros que mantengan las entidades públicas de los tres niveles de gobierno, el Ministerio de Economía y Finanzas unificará los actuales registros de fondos públicos y de deuda pública en un solo registro centralizado de información de activos y pasivos financieros.

A través de dicho registro todas las entidades deberán reportar todos los activos y pasivos financieros que tengan vigentes al cierre de cada periodo que se reporta, independientemente del año fiscal en el que se contrataron, o de la forma legal en que hayan sido pactados, o de si tuvo o no afectación presupuestaria, según lo establecen los estándares internacionales de contabilidad, de información financiera y de estadísticas fiscales.

La responsabilidad sobre la veracidad de la información enviada recaerá en la máxima autoridad de cada una de dichas entidades, de modo que la información remitida por cada entidad tendrá la condición de declaración jurada, sin perjuicio de ser contactados a través del respectivo responsable de la tesorería o de la contabilidad para cualquier consulta o aclaración que se requiera.

Las entidades públicas deberán remitir la información histórica de los activos y pasivos financieros que hayan mantenido, con periodicidad trimestral, desde el primer trimestre del año 2000 hasta el último trimestre de 2010 y, con periodicidad mensual, desde el primer mes de 2011 hasta el mes anterior a la fecha de inicio del envío periódico de información, para lo cual se emitirá el respectivo cronograma con las fechas límite de envío, según lo recomiende el Comité de Gestión de Activos y Pasivos.

Según las normas internacionales, una entidad o unidad institucional es toda aquella entidad económica que tiene capacidad, por derecho propio, de poseer activos, incurrir en pasivos y realizar actividades económicas y transacciones con otras entidades análogas, tales como las empresas públicas de cualquiera de los tres niveles de gobierno, las universidades públicas, las beneficencias, los organismos reguladores o supervisores y los demás organismos públicos descentralizados como los relacionados con la seguridad social, entre otros.

Así, para cada entidad o unidad institucional existe, o bien resulta posible y significativo compilarlo, desde un punto de vista económico y jurídico, un conjunto completo de cuentas, incluido un balance de activos, pasivos y patrimonio neto. Cada entidad o unidad institucional así definida es pasible de un análisis sobre su gestión, desempeño y capacidad de pago individual y, por tanto, inclusive es susceptible de contar con una calificación de riesgo de crédito propia, como cualquier empresa o individuo.

Si bien al principio, dentro de cada entidad o unidad institucional la gestión global de activos y pasivos debe concentrarse en todos los activos y pasivos financieros directos que forman parte

de su balance por estar bajo su control y poderle generar beneficios o riesgos, luego el análisis necesariamente debería irse ampliando progresivamente. Primero, se debería incluir también los ingresos y egresos de su estado de resultados, así como los activos y pasivos financieros indirectos que pueden afectar el perfil de riesgo de dicho balance. Segundo, se debería incluir también los activos y pasivos no financieros que completan el balance de cada entidad o unidad institucional. Posteriormente, también debería mostrarse el análisis de la exposición agregada con otras entidades con las que haya una vinculación de riesgo único debido a que la situación económica o financiera de alguna de ellas repercuta en la de las otras y viceversa.

## 2.3 Planes estratégicos nacionales, objetivos y metas

El Plan Estratégico Sectorial Multianual 2012-2016<sup>8</sup> (PESEM) y el Plan Estratégico Institucional 2012-2016<sup>9</sup> (PEI) son los principales instrumentos que guían el accionar del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), en el marco de los grandes planes de desarrollo y políticas de Estado con las que cuenta la República, entre los que se encuentran el Plan Bicentenario: Perú al 2021, las Políticas de Estado del Acuerdo Nacional y las Políticas Nacionales de Obligatorio Cumplimiento.

Según dichos instrumentos, el nuevo marco de implementación de una gestión global de activos y pasivos en los diferentes niveles de todo el sector público tiene los siguientes cuatro principales lineamientos de política y acciones estratégicas sectoriales asociados:

### a) Para mantener el equilibrio fiscal y la eficiencia financiera:

- Asegurar el financiamiento de las políticas públicas con el incremento de la recaudación tributaria.
- Incorporar el manejo de la deuda pública como parte de una gestión global de activos y pasivos financieros del Estado.
- Fortalecer el marco normativo y legal para permitir y promover una gestión global de activos y pasivos en todos los niveles del sector público.
- Reducir el costo del manejo de la liquidez a través de una gestión activa de la tesorería con valores de deuda pública.

### b) Para mantener la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera:

- Aumentar el nivel de desdolarización de la deuda pública para reducir la vulnerabilidad macroeconómica a crisis cambiarias y crisis crediticias.

<sup>8</sup> Aprobado por Resolución Ministerial N°807-2011-EF/41

<sup>9</sup> Aprobado por Resolución Ministerial N°880-2011-EF/41



- Diseñar e implementar un plan de contingencia de liquidez que permita prevenir eventuales situaciones de crisis de liquidez sistémicas.
- Ampliar fuentes y diversificar mercados e inversionistas para mejorar la sostenibilidad de la deuda y la capacidad de negociación del Estado.
- Procurar una mayor liquidez de los bonos de referencia en soles para reducir la incertidumbre en la gestión de portafolios de los inversionistas.

c) Para profundizar el desarrollo del mercado de valores:

- Fortalecer la transparencia y competitividad de las operaciones en el mercado de valores de deuda pública bajo estándares internacionales.
- Identificar y minimizar las asimetrías regulatorias de financiamiento e inversión entre las entidades de crédito y las entidades de valores.
- Promover la ampliación de alternativas de inversión en los mercados financieros.
- Promover estructuras de financiamiento e inversión que incorporen a las pequeñas y medianas empresas en el mercado de valores.

d) Para desarrollar el sistema financiero con mayor inclusión financiera:

- Consolidar el crecimiento de las instituciones microfinancieras y facilitarles el acceso al mercado de valores para su gestión de tesorería.
- Promover la ampliación del acceso al crédito en el contexto actual de mercados incompletos.
- Fortalecer el gobierno corporativo y el soporte tecnológico de las cajas municipales y rurales.
- Desarrollar el mercado monetario a través de operaciones de reporte y otros instrumentos respaldados con acuerdos de garantía financiera.

Asimismo, en el marco de los principales lineamientos de política y acciones estratégicas sectoriales, existen objetivos y metas asociadas para, entre otros, reducir los niveles de dolarización de la deuda pública e incrementar el tamaño del mercado de valores de deuda pública en soles (ver Cuadro N° 1).

Sin embargo, sin perjuicio de lo ya indicado, y como parte de un proceso de mejora continua, también se toma en cuenta las opiniones de terceros independientes como las agencias de riesgo, contratadas y no contratadas, conscientes de la importancia de interactuar en forma transparente con los diferentes agentes del mercado, así como también se efectúa un periódico análisis de evaluación interna (ver Anexo N° 3).

**Cuadro N° 1**  
**Objetivos y metas aprobados en el PESEM y en el PEI**

Objetivos generales	Indicadores	Base 2012	Meta 2016
Política fiscal y financiera responsable	Deuda pública como proporción del Producto Interno Bruto (PIB).	21%	15%
Desarrollo integral del sistema financiero	Frecuencia de negociación de los valores de referencia de la deuda pública en condiciones normales.	70%	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.

### 3. LINEAMIENTOS PARA LA GESTIÓN GLOBAL DE ACTIVOS Y PASIVOS

#### 3.1 Fundamentos económicos y financieros

La finalidad de la fusión de la ex Dirección Nacional de Tesoro Público y la ex Dirección Nacional de Endeudamiento Público, órganos rectores del sistema nacional de tesorería y del sistema nacional de endeudamiento respectivamente, ha sido poder implementar una gestión global de todos los activos y pasivos financieros del Gobierno, independientemente de su afectación presupuestaria, teniendo como objetivo principal no sólo cubrir los requerimientos financieros derivados de la gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería, sino también, desde 2013, profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública como columna vertebral de referencia de todo el sistema financiero local. Esto implicó también un cambio del paradigma de los lineamientos bajo los cuales se han venido sustentando la ejecución de operaciones financieras, activas y pasivas.

La experiencia internacional demuestra que los procesos de evaluación de las operaciones financieras de gestión de activos y pasivos del balance del Gobierno deben basarse en una visión de largo plazo, teniendo en cuenta especialmente los fundamentos de la teoría económica (desde un punto de vista social), con su adecuado reflejo contable bajo normas internacionales, y no sólo en una visión de corto plazo basada sólo en la teoría financiera (desde un punto de vista privado). El sustento de ello se encuentra en que el Gobierno tiene características peculiares que le impiden utilizar los tradicionales instrumentos de análisis financiero como si fuera cualquier agente económico empresarial que tan solo busca reducir el costo de la deuda sujeto a un nivel prudente de riesgo<sup>10</sup>.

Por otro lado, las dimensiones de los flujos de ingresos y egresos de efectivo del Gobierno, durante la ejecución de su presupuesto anual, claramente tienen implicancias sobre el universo en el que pueden optimizar su propia estructura financiera de balance. Y el tamaño y la naturaleza de sus propias emisiones de valores de deuda, y la composición de la misma, le permiten tener una gran influencia sobre sus precios y, por tanto, sobre el costo y riesgo de su propia estrategia financiera, a diferencia del resto de agentes económicos que básicamente son tomadores de precio.

<sup>10</sup> Si no, por ejemplo, en la mayoría de los casos toda la deuda a contraer por el Gobierno únicamente debería ser contratada en moneda extranjera con organismos financieros internacionales, cuya estructura de capital tiene la intención expresa de obtener mejores calificaciones de riesgo que sus países miembros, para así acceder a menores costos de deuda, especialmente en situaciones de estrés.

Por tanto, a diferencia de la evaluación financiera (desde un punto de vista privado), donde el instrumental de análisis es el mismo que el de cualquier otro agente económico o contraparte del mercado, en la evaluación económica (desde un punto de vista social), además de las particularidades antes indicadas, se deben valorar las principales externalidades positivas y negativas que puedan derivarse de la actuación del Gobierno sobre el bienestar general del país, y sobre la estabilidad financiera que requieren todos los peruanos en el largo plazo<sup>11</sup>.

Finalmente debe tenerse en cuenta que, los activos financieros y los pasivos financieros del Gobierno pueden tener costos de oportunidad sustancialmente distintos, haciendo, por ejemplo, que individualmente todas las operaciones activas (inversiones y concesión de crédito público) no se optimicen de la misma forma que todas las operaciones pasivas (adeudos y emisión de valores de deuda pública). Por ello, por ejemplo, para financiar una obra pública, en el marco de una gestión global de activos y pasivos, el análisis de decisión no sólo debe limitarse a elegir entre el costo de diferentes operaciones de endeudamiento (pasivos) sino también contrastarse frente al rendimiento que están obteniendo las operaciones de inversión (activos) que se tengan o planeen hacer. Es en este orden de ideas que los lineamientos que se indican a continuación buscan asegurar una óptima toma de decisiones con una visión de largo plazo, desde un punto de vista económico (social), y transparente, para así facilitar también la posterior rendición de cuentas.

## 3.2 Principios básicos para la gestión financiera

Los principios básicos son determinados criterios o juicios de referencia que toda entidad o unidad institucional debe tomar en cuenta como lineamientos metodológicos para organizar de modo permanente todo el proceso de análisis previo a una toma de decisiones, independientemente de su situación.

Considerando los estándares internacionales en gestión financiera, los principios básicos a observar para una adecuada gestión global de los activos y pasivos financieros en todas las entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública son:

11 En determinadas circunstancias tomar nueva deuda pública en dólares puede ser más barato desde un punto de vista financiero (privado de corto plazo), pero desde un punto de vista económico (social de largo plazo) una mayor dolarización representa una mayor vulnerabilidad a crisis financieras o crisis cambiarias cuyo enorme costo no está incorporado en la evaluación financiera. A ese mayor costo potencial habría que añadir el mayor costo que efectivamente el mercado le exige a la deuda pública, y a la deuda privada, por la menor calificación de riesgo soberano que obtiene la República frente a la que debería obtener si su nivel de dolarización fuera menor. Por otro lado, tomar deuda pública en moneda extranjera y convertirla sintéticamente en moneda nacional pudiera parecer más barato que emitir directamente valores de deuda pública en moneda nacional desde un punto de vista financiero (privado), pero la teoría en la que se sustenta esta toma de decisión ex ante no asegura en absoluto el resultado efectivo de las operaciones ex post. Además, esta decisión no toma en cuenta que, por su tamaño, la demanda de derivados por parte del Estado no sólo presiona al alza el costo de los derivados para el sector privado local sino que facilita una mayor entrada de capitales del exterior, ver Du y Schreger (2013) "Local Currency Sovereign Risk", presionando el tipo de cambio a la baja, lo que a su vez reduce la competitividad del sector transable de la economía, sin mencionar que inhibe un mayor desarrollo del mercado de valores de deuda pública y evita una reducción de la deuda externa, costos que sí se reflejarían en una evaluación económica (social). Esto es particularmente más importante cuando se presenta déficit en cuenta corriente, ya que la capacidad de endeudamiento con el exterior no es infinita como se suele asumir en los modelos tradicionales de flujos y lo demuestran la evolución de los países más perjudicados en la crisis financiera internacional reciente, ver Orpizewski (2012) "What drives investors' demand for sovereign bonds in developed and emerging economies: fundamentals or market sentiment?".

**a) Optimización de la relación entre riesgo y rendimiento/costo**

Para optimizar sistemáticamente la relación entre riesgo y rendimiento/costo entre todas las operaciones posibles de hacer y deshacer, se debe priorizar: (i) el mayor rendimiento o el menor costo con respecto de un mismo nivel de riesgo, y (ii) el menor nivel de riesgo con respecto de un mismo rendimiento o costo.

De este principio se deduce que no se debe buscar el mayor rendimiento absoluto de los activos o el menor costo absoluto de los pasivos sin considerar los riesgos involucrados, sino que, por el contrario, se debe maximizar el rendimiento neto o minimizar el costo neto entre activos y pasivos de similar nivel de riesgo, como los que tienen el mismo tipo de cambio, tipo de tasa y vencimiento.

**b) Centralización de la liquidez de flujos y saldos de fondos**

La liquidez de toda entidad o unidad institucional se debe manejar sobre la base de una centralización de todos los flujos de fondos, no sólo de ingresos y egresos, sino también de todos los flujos generados o no por los activos y pasivos, expresados en su equivalente en moneda nacional, independientemente de su afectación presupuestaria.

La aplicación de este principio evitará mantener diferentes grupos de activos y pasivos financieros inmovilizados con diferentes costos de oportunidad que puedan ser objeto de arbitraje por parte de terceros, lo que puede ocasionar desfavorables e importantes transferencias de riqueza neta en sentido contrario a las que busca la propia recaudación tributaria.

**c) Comparación de alternativas sobre una misma base comparable**

Para elegir entre dos o más operaciones alternativas, independientemente de su forma legal, resulta necesario antes hacerlas comparables incluyendo todos los efectos económicos relevantes involucrados, incluso efectos tributarios, regulatorios o normativos (escudo tributario, crédito fiscal, impuesto a las transacciones financieras, reservas de encaje, márgenes de garantía y similares).

Este principio es clave para asegurar que efectivamente se está creando valor cuando se corrigen los efectos de ilusión monetaria que podrían estar generando diferentes tratamientos tributarios, de requerimientos de supervisión financiera o de regulación monetaria, o por el diferente nivel de cumplimiento de resguardos convenidos o pactados en los contratos o acuerdos similares.

d) Priorización de la mayor competencia posible en todo nivel

Se debe alentar la mayor competencia posible en igualdad de condiciones, entre todas las alternativas y sustitutos posibles, como el mecanismo más eficaz y transparente para obtener las mejores condiciones financieras de las operaciones por ejecutar, activas o pasivas, dentro o fuera de balance.

Este principio no sólo facilita la responsable rendición de cuentas por lo actuado, sino que, como externalidad positiva, también promueve un entorno más dinámico y competitivo a todo nivel, no sólo dentro del sector público, sino en los diferentes sectores de la economía con los que éste interactúa.

Recuadro 2: Perfil óptimo de la deuda peruana por mercado

La estimación de la composición óptima entre deuda interna y deuda externa parte de la ecuación de exposición al tipo de cambio real planteada por Calvo, Izquierdo y Talvi (2003) quienes calcularon el impacto del descalce entre el sector transable y el no transable de la deuda pública y del PIB durante la crisis de los años 90 para varios países de Sudamérica de la siguiente manera:

Exposición Tipo de Cambio Real = 
$$\frac{\frac{B}{B + B^* \cdot e}}{\frac{V}{V + V^* \cdot e}},$$

En dicha ecuación “B” es el nivel de deuda pública en términos de precios no transables, “B\*” el nivel de deuda pública en términos de precios transables, “V” es el PIB no transable, “V\*” es el PIB transable, y “e” es el tipo de cambio real multilateral. El numerador representa la proporción de deuda pública interna del total de la deuda pública y el denominador la proporción del PIB no transable respecto a la producción total. Cuando las composiciones de la deuda pública y del PIB calzan este indicador es igual a 1 o 100% y no hay efecto en la sostenibilidad fiscal.

	Tipo de Cambio Real Multilateral (B = 71% PBI)	
	Actual	Óptima
Deuda Interna	42%	78%
Deuda Externa	58%	22%
Descalce D.	0,53	
	(B = 65% PBI)	
	42%	76%
	58%	24%
	0,55	

Elaboración: MEF- DGETP.

Para tener las composiciones de deuda pública y PIB perfectamente correspondidas, manteniendo la producción constante, se necesitaría un 78% y un 22% de deuda pública interna y externa, frente a la estructura actual de la deuda pública interna y externa de 42% y 58%, respectivamente. Del mismo modo,

se analizó un segundo escenario para la variable aproximada del PIB no transable y se obtuvo un perfil óptimo de 76% y 24% para la deuda pública interna y externa.

Finalmente, se observa que la exposición a variaciones en el tipo de cambio real está en alrededor del 53%-55%, una exposición menor, por estar más cercana al 100%, que el 10% obtenido durante la crisis de los años 90, gracias a la mayor emisión de deuda pública en soles en la última década; sin embargo, todavía se puede mejorar este indicador recortando el nivel de deuda pública externa en 34%-36% aproximadamente, al liberar 38 815 millones de soles de deuda pública externa y aumentando la deuda pública en valores en soles en este mismo importe.

### 3.3 Políticas financieras para la gestión de activos y pasivos

En general, las políticas son orientaciones o directrices de largo plazo que deben observarse en las decisiones en determinada materia, y, por tanto, delinean el apetito y la tolerancia al riesgo. Las políticas pueden incluir la definición de objetivos<sup>12</sup> y metas<sup>13</sup>, o alertas<sup>14</sup> y límites<sup>15</sup>, según el grado de flexibilidad con el que se tiene la intención de alcanzar ciertas estructuras que se juzgan idealmente como las más favorables para evitar o para enfrentar los peores escenarios de crisis.

Las principales políticas financieras que deberán observar todas las acciones que se propongan ejecutar o dejar de ejecutar en la gestión global de activos y pasivos financieros de las diferentes entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública son:

#### a) 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 de cualquier sistema financiero doméstico, conformado por las diferentes entidades financieras y por los tres mercados financieros más importantes: el de acciones, el de divisas y el de bonos. Un sistema financiero más desarrollado crea mayor valor para el país como un todo porque les permite a las empresas del sector real ser más competitivas a nivel internacional. No obstante, pese a los esfuerzos ya realizados, el nivel de dolarización de la deuda pública directa del Perú aún bordea el 50% y el tamaño del mercado de valores de deuda pública en soles apenas supera el 6% del PIB y más del 50% de su negociación se ha venido efectuando fuera de un mecanismo centralizado sin aplicar en su liquidación el principio de entrega contra pago una menor seguridad que favorece la creación de posición de dominio y la fragmentación del mercado.

12 Los objetivos son los fines a los que se irán encaminando las acciones operativas que ejecuten las entidades en su toma de decisiones, respetando el marco de lineamientos y políticas establecidos.

13 Las metas son señales cuantitativas que permiten mostrar o hacer un seguimiento de la forma cómo, cumpliendo con los principios, políticas y otros lineamientos, se va alcanzando los objetivos planteados.

14 Las alertas son magnitudes mínimas o máximas que se establecen determinados indicadores, como parte de una situación de vigilancia periódica, y que cuando son temporalmente trasgredidos requieren de la ejecución de determinados procedimientos o actividades de reacción.

15 Los límites son extremos mínimos o máximos que se establecen a determinados indicadores, como parte de una situación de vigilancia periódica, y que no pueden ser trasgredidos, sin poner en riesgo el sistema de control interno.

Para reducir dichas brechas, el Gobierno continuará incrementando el número de subastas ordinarias de títulos del Tesoro y se incentivará su negociación transparente a través de mecanismos centralizados autorizados con liquidaciones definitivas que utilicen el principio de entrega contra pago, donde el propio Tesoro también participará con el fin expreso de ayudar selectivamente a profundizar el desarrollo del mercado como principal vehículo de ahorro interno e inclusión financiera. De este modo, se proyecta reducir la dolarización de la deuda pública en 2017 por debajo del 30% y, al mismo tiempo, acercar más el tamaño relativo del mercado de valores de deuda pública en soles al 10% del PIB, con el 100% de liquidaciones efectuadas bajo el principio de entrega contra pago, negociaciones competitivas supervisadas y con una frecuencia de negociación de al menos 80%. Este esfuerzo será una señal importante para reducir la también aún elevada dolarización financiera del crédito otorgado al sector privado, lo que no sólo representa una importante vulnerabilidad sistémica para la estabilidad financiera del país, sino que también implica una desventaja para aspirar a mejores niveles de calificación de riesgo<sup>16</sup>.

#### b) Mantener reservas de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad

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

Por ello, las buenas prácticas internacionales requieren no sólo del mantenimiento de un colchón mínimo de activos financieros líquidos o reserva primaria de liquidez 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 un colchón adicional o reserva secundaria de liquidez para enfrentar situaciones de estrés que no lleguen a constituir situaciones severas que ameriten el uso de ahorros como los del Fondo de Estabilización Fiscal. A dicha reserva de liquidez el Gobierno deberá poder recurrir, ya sea cuando los ingresos recaudados puedan ser temporalmente insuficientes o cuando los mercados para captar fondos puedan haberse cerrado, de modo que se pueda seguir atendiendo normalmente todos los compromisos presupuestarios recurriendo al uso de dichas reservas, como parte de un sólido plan de contingencia de liquidez.

<sup>16</sup> A nivel internacional, y a diferencia de la década de los años 90, en la década de los años 2000 los gobiernos han venido prefiriendo realizar cada vez menores emisiones de valores en moneda extranjera a favor sus monedas locales, lo que ha venido originando que indicadores como el EMBI+ pierdan consistencia como indicadores de riesgo soberano. A ello hay que añadir que el diferencial de riesgo soberano de la deuda de diferentes países emitida en moneda extranjera, especialmente en tiempos de crisis como los recientes, ha mostrado una mayor correlación que la deuda emitida en moneda local por esos mismos países, lo que brinda una menor o mayor capacidad de diversificación, respectivamente. Ver Du y Schreder (2013) "Local Currency Sovereign Risk".



### c) Rentabilizar los fondos públicos y reducir el costo de su liquidez

Para asegurar el equilibrio fiscal en el largo plazo, además de las reservas de liquidez, también se requieren acumular ahorros estratégicos de los excedentes generados en los periodos favorables del ciclo para luego poder utilizarlos en los periodos de menor crecimiento del mismo, en lugar de recurrir procíclicamente a un mercado de deuda que muy probablemente esté cerrado. Sin embargo, para preservar la capacidad adquisitiva de dichos ahorros en el tiempo, y reducir el costo de su liquidez, se implementará mecanismos adecuados para que dichos fondos, segmentados estratégicamente, generen rendimientos en función a su costo de oportunidad en el mercado, principalmente a través de instrumentos derivados de los títulos del Tesoro, diversificando cualquier fuente de riesgo sistémico de sus contrapartes, y desde el mismo día en el que son pagados por los contribuyentes.

En tal sentido, el Gobierno viene dando los pasos necesarios para hacer que la recaudación tributaria de fondos públicos sea directamente depositada en cuentas bancarias a nombre del Tesoro Público con depósitos referenciados. A través de dichas referencias se identificará automáticamente la naturaleza de los ingresos, así como todas las características del contribuyente. De esta forma, también se facilitará la implementación de una gestión activa de caja en el mercado, efectuando subastas ordinarias de fondos colateralizadas con los propios títulos del Tesoro, de modo similar a como ya lo hacen otros países, sin afectar la estabilidad financiera y contribuyendo a generar importantes ingresos adicionales que le permitan al propio Tesoro acelerar su proceso de modernización y disminuir sus diferencias tecnológicas frente al sector privado.

### d) Reducir la prociclicidad de la deuda externa como fuente de vulnerabilidad

La evolución procíclica de la deuda externa total, pública y privada, puede convertirse en uno de los principales factores de vulnerabilidad que originen crisis financieras o crisis crediticias en el futuro, como ha ocurrido en décadas pasadas en el Perú y como ocurrió recientemente en algunos países más desarrollados, aún cuando no tenían problemas de dolarización financiera<sup>17</sup>. La evidencia empírica tiende a mostrar que los países con importantes niveles de ahorro interno no hicieron crisis, o no del mismo modo, pese a tener un nivel de deuda total, interna y externa, pública y privada, mucho más grande que los países que sí hicieron crisis.

Así, en un contexto en el que el sector empresarial privado peruano ha incrementado su deuda externa en los últimos años, y manteniendo un déficit de cuenta corriente financiado con ahorro externo, las diferentes unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública ayudarán

<sup>17</sup> La deuda externa relevante no necesariamente tiene que estar denominada en moneda extranjera para generar vulnerabilidad, si la determinación de sus condiciones de concesión y refinanciación se efectúan en mercados fuera del país, su sostenibilidad también estará más allá de las condiciones prevalecientes en el mercado local, a diferencia de la deuda interna que fundamentalmente es determinada por las políticas macroeconómicas internas.

a promover más agresivamente que el financiamiento público y privado descansen en el ahorro interno en lugar de que lo haga en el ahorro externo, para reducir este factor de vulnerabilidad que puede terminar afectando la estabilidad financiera de la que el país se ha venido beneficiando. De esta forma, hacia el 2017 se proyecta reducir la participación de la deuda pública externa a un 30%, un nivel más cercano al óptimo estimado para el Perú para enfrentar un situación de crisis, donde probablemente los ahorros ya hayan tenido que ser utilizados (ver Recuadro 2).

#### e) 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 la intención de política fiscal de mantener estabilizado el ratio de deuda directa e indirecta sobre PIB, se hace inevitable la utilización de concesiones de obra pública participadas con el sector privado. No obstante, tanto en los proyectos que sean autosostenibles como en los cofinanciados, la generación de deuda indirecta a través de la concesión de avales, fianzas o algún otro tipo de garantía financiera por parte del Gobierno a terceros debe estar limitada sólo a aquellos proyectos en los que se asegure un sano equilibrio económico-financiero durante toda la vida de cada operación, siguiendo las mejores prácticas internacionales (ver Recuadro N° 3).

El fin es contar, desde la concepción financiera de cada proyecto, con eficaces mecanismos estructurales y contractuales que permitan restablecer una adecuada distribución de incentivos y de riesgos a lo largo de toda la vida de la concesión, 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, asegurando que la eventual transformación futura de la deuda pública indirecta en deuda pública directa también sea consistente con los lineamientos, políticas, objetivos y metas de la estrategia financiera vigente. Para reflejar todo esto con la adecuada transparencia, también se ha acelerado el proceso de convergencia del control y la contabilización patrimonial de todas las concesiones de obra pública bajo las mejores prácticas y estándares internacionales vigentes, a través de la oficialización del uniforme proceso de adopción de las NICSP<sup>18</sup> y el MEFP 2001-2014.

<sup>18</sup> La contabilidad de acumulación (o devengo) describe los efectos de las transacciones y otros sucesos y circunstancias sobre los recursos económicos y los derechos de los acreedores de la entidad que informa en los periodos en que esos efectos tienen lugar, incluso si los cobros y pagos resultantes se producen en un periodo diferente. Esto es importante porque la información sobre los recursos económicos y los derechos de los acreedores de la entidad que informa y sus cambios durante un periodo proporciona una mejor base para evaluar el rendimiento pasado y futuro de la entidad que la información únicamente sobre cobros y pagos de efectivo del periodo. La información sobre el rendimiento financiero de la entidad que informa durante un periodo, reflejado por los cambios en sus recursos económicos y derechos de los acreedores distintos de los de obtener recursos adicionales de forma directa de los inversores y acreedores, es útil para evaluar la capacidad pasada y futura de la entidad para generar entradas de efectivo netas. Esa información indica en qué medida la entidad que informa ha incrementado sus recursos económicos disponibles, y de ese modo su capacidad para generar entradas de efectivo netas mediante sus operaciones en lugar de obtener recursos adicionales directamente de los inversores y acreedores. La información sobre el rendimiento financiero de la entidad que informa durante un periodo puede también indicar la medida en que sucesos tales como los cambios en los precios de mercado o tasas de interés han incrementado o disminuido los recursos económicos y los derechos de los acreedores de la entidad, y así afectar a la capacidad de la entidad para generar entradas de efectivo netas. Ver IFRS Foundation (2010) "El Marco Conceptual para la Información Financiera".

f) **Ayudar a asegurar la sostenibilidad de la deuda pública neta**

En un ambiente de aún elevados precios de exportación y generación de superávit fiscales, el mantenimiento de al menos un óptimo saldo mínimo de deuda pública bruta por parte del Gobierno se justifica principalmente por la mayor necesidad de mantener una curva de rendimientos libre de riesgo como bien público de referencia, con el objetivo de facilitar el acceso de las empresas locales al mercado de valores en moneda local para financiarse y para contribuir a profundizar el desarrollo del sistema financiero en moneda nacional en general.

El ahorro acumulado gracias a los superávit fiscales disminuyó el saldo de deuda pública neta y permitirá ayudar a asegurar la sostenibilidad fiscal aún en futuros escenarios de estrés severo, pues, se preserva anticipadamente la capacidad de pago de la deuda bruta evitando tener que incrementar la deuda precisamente en los momentos menos adecuados para financiarse en el mercado, cuando la prima de riesgo se dispara, lo que se ha vuelto a observar luego de la reciente crisis internacional, inclusive en varios de los países industrializados. Más bien, en forma contracíclica, se continuará buscando contar con amplias líneas de crédito disponibles con los organismos multilaterales como parte de un sólido plan de contingencia de liquidez.

### Recuadro 3: Mejores prácticas en concesiones de obra pública

Las colaboraciones internacionalmente conocidas como participaciones público-privadas (PPP) desde hace más de dos décadas han sido usadas para promover las inversiones en obras y servicios públicos, así como para el desarrollo de infraestructura en general, tareas que antes estaban en manos exclusivas del sector público. Dada la importante experiencia internacional acumulada, existe un amplio consenso sobre las recomendaciones que deben ser tomadas en cuenta en las bases por medio de las cuales se convoca a la licitación de la construcción, financiación y operación de infraestructuras en concesión. Según dicha experiencia, debe existir:

**a) 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 todo el plazo de la concesión.

**b) 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 deben ser pactadas según la moneda funcional del concedente (Estado), ya sea en términos nominales o reales (ajustados a la inflación).

**c) Esquema de compensaciones frente al riesgo de demanda:**

- Se 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.

**d) Garantizar un eficiente sistema de evaluación del cumplimiento de las prestaciones:**

- Premiar o castigar de modo significativo los beneficios de la concesionaria, según criterios evaluables, por 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.

**e) 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.

**f) 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 que en el futuro puedan afectar la sostenibilidad fiscal.

**g) 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.

### 3.4 Lineamientos tácticos para la gestión del riesgo estructural

En general, las tácticas son métodos para ejecutar o conseguir determinadas cosas o para ponerlas en un determinado orden, como, por ejemplo, implementar parte de una estrategia y alcanzar algunos de los objetivos y metas propuestos, sin incumplir con ninguno de los principios básicos ni de las políticas financieras aprobadas. De esta forma, en tiempos normales, las tácticas permiten vigilar que se esté optimizando la mayoría de las decisiones, sin la necesidad de utilizar alguna teoría que no haya sido objeto de contraste empírico reciente (ver Recuadro N° 4).

En ese sentido, los lineamientos tácticos clave que se observarán en el tiempo para hacer una adecuada gestión del riesgo estructural de balance que afecta a los activos y pasivos de las diferentes entidades que conforman la Hacienda Pública son:

#### a) Optimización de la gestión del riesgo de liquidez

Para evitar enfrentar pérdidas por incapacidad para cumplir con las obligaciones por pagar o inclusive para financiar mayores ingresos por cobrar, así como para demostrar que se cuenta con holgura suficiente para enfrentar situaciones de estrés, se requiere mantener suficientes reservas de liquidez. Sin embargo, como la mayor liquidez implica un mayor costo, una adecuada gestión estratégica requiere de una constante optimización para mantener minimizada la diferencia con el costo de oportunidad de dicha liquidez sin afectar la política monetaria.

#### b) Posición contracíclica frente al riesgo de tasas de interés

Para evitar enfrentar pérdidas sistemáticas por las variaciones de las tasas de interés, ya sea en el valor razonable de los activos y pasivos o en los flujos futuros de ingresos o egresos financieros, se requiere identificar periódicamente la etapa del ciclo en la que se encuentran las tasas de interés. Por ejemplo, si la tasa de inflación se viene reduciendo sistemáticamente por debajo de las metas de inflación, y se espera que el proceso continúe, entonces las tasas de interés nominales tenderán a bajar o a seguir bajando, y viceversa.

#### c) Diversificación del riesgo cambiario

Para evitar enfrentar pérdidas por variaciones en los tipos de cambio, el primer óptimo es no incurrir en descalces cambiarios y endeudarse o ahorrar en la misma moneda a la que se indexan los ingresos o egresos. No obstante, si evitar generar una posición de cambio no es una opción, el segundo óptimo será adoptar decisiones basadas en un periódico análisis costo-beneficio de largo plazo entre diversificar el riesgo cambiario en monedas con correlación baja o negativa, viendo la posición cíclica de las tasas de interés respectivas, o entre efectuar coberturas naturales o con derivados o no hacerlas, viendo la posición cíclica de la tendencia de los tipos de cambio y los costos implícitos y explícitos involucrados.

#### d) Control del riesgo de concentración

Las posibilidades de incurrir en pérdidas por riesgo de concentración son muchas: por contraparte, por tipo de producto, por tipo de garantía, por sector, por país, por mercado, etc. Así, para minimizar las posibles pérdidas sistémicas por concentración, la mitigación preventiva más eficaz es la diversificación, estableciendo adecuadas alertas y límites o cupos. En economías parcialmente dolarizadas, la principal fuente de pérdidas sistémicas es el riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario, por lo que se requiere utilizar además calificaciones de riesgo crediticio ajustadas por riesgo cambiario.

#### Recuadro 4: Principales teorías sobre las tasas de interés y los tipos de cambio

Las teorías son hipótesis cuyas consecuencias se pueden aplicar a toda una ciencia o a parte muy importante de ella o una serie de leyes que sirven para relacionar determinado orden de fenómenos, a los que eventualmente se puede recurrir en forma subsidiaria para determinar la priorización de la toma de decisiones, en tanto haya evidencia empírica que la corrobore. Las principales teorías sobre el comportamiento de las tasas de interés y los tipos de cambio, y los resultados más recientes obtenidos de la evidencia empírica, son:

- a) **Hipótesis de las expectativas:** La rentabilidad por plazo de los instrumentos está en función de las expectativas futuras de los agentes que son neutrales al riesgo.
  - Evidencia empírica: Las tasas implícitas a plazo no son un buen predictor de las futuras tasas al contado.
- b) **Hipótesis del hábitat preferido:** Inversionistas son adversos al riesgo y exigen una prima por plazo lo suficientemente atractiva para abandonar su respectivo hábitat.
  - Evidencia empírica: El diferencial entre la tasa a plazo implícita y las expectativas de la tasa al contado en el futuro contiene la prima que hace cambiar de hábitat.
- c) **Modelos con procesos estocásticos:** La evolución de la estructura temporal de tasas de interés responde a procesos estocásticos sin la posibilidad que existan oportunidades de arbitraje.
  - Evidencia empírica: Las variables financieras como las tasas de interés tienden a revertir a su media ante la imposibilidad que crecer o decrecer infinitamente.
- d) **Paridad de poder de compra:** A largo plazo los tipos de cambio son determinados por los precios relativos de los bienes en los diferentes países.
  - Evidencia empírica: Se verifica, pero inevitablemente afecta el hecho que no todos los bienes y servicios sean transables, la productividad de los factores, las barreras arancelarias y no arancelarias, los costos de transporte y rigideces de precios en el corto plazo.
- e) **Modelos tradicionales de flujos:** La variación de los tipos de cambio responden a la oferta y demanda de divisas producto de los flujos internacionales provenientes de las importaciones y las exportaciones.
  - Evidencia empírica: Se admite la posibilidad de que el tipo de cambio podría estar en equilibrio aún en un persistente déficit en cuenta corriente porque la tasa de interés interna sea tan alta para mantener entradas netas de capitales, lo que no es sostenible en el largo plazo.
- f) **Paridad descubierta de tasas de interés:** La ley del precio único aplicado a los mercados financieros sostiene que el diferencial de intereses entre países debe ser en promedio la variación esperada del tipo de cambio.
  - Evidencia empírica: Se rechaza la hipótesis de la eficiencia en el mercado de divisas y que los agentes utilicen toda la información y sean neutrales al riesgo, sin mostrar preferencias por activos específicos.

- g) **Paridad cubierta de tasas de interés:** El retorno de invertir en un activo externo es similar a un activo en moneda local de similares características una vez considerada la cobertura de riesgo cambiario.
  - Evidencia empírica: Luego de cubrirse los costos de transacción, sólo en el corto plazo existe una relación entre el tipo de cambio a plazo y el diferencial de tasas de interés, pero cuando no hay aversión al riesgo.
- h) **Paridad de las tasas de interés reales:** Las rentabilidades ajustadas por inflación entre los países deberían converger a la igualdad.
  - Evidencia empírica: Las tasas de interés real no son estables e iguales en todos los países pues se requiere de una medida de inflación esperada que no siempre está disponible.
- i) **Modelo de activos o saldos:** Cuenta de capital de la balanza de pagos como determinante de la demanda internacional de fondos de activos. No existe sustituibilidad perfecta entre activos financieros en distintas monedas, existe una prima de riesgo.
  - Evidencia empírica: La volatilidad del tipo de cambio es mayor que la de sus fundamentos.
- j) **Modelos con nueva información:** Regularidades empíricas de las variables como base del modelo. Tipo de cambio es modelado como el precio de un activo que responde a la aparición de información relevante.
  - Evidencia empírica: Se trata de modelos con variables no observadas. Imposibilidad de realizar predicciones debido a que se basan en información no anticipada por los agentes.
- k) **Burbujas especulativas:** Las variables se desvían de su valor fundamental de largo plazo. Percepciones equivocadas de algunos agentes logran generalizarse hasta que la realidad demuestra lo contrario y estalla la burbuja.
  - Evidencia empírica: Modelos incapaces de distinguir las burbujas especulativas de los cambios en las variables exógenas fundamentales del modelo.
- l) **Modelos con expectativas heterogéneas:** Los agentes no siempre operan con expectativas racionales, pues, hay valoraciones diferenciadas: i) análisis técnico y ii) análisis fundamental.
  - Evidencia empírica: Pueden generarse equilibrios múltiples para un mismo nivel de fundamentos económicos.

### 3.5 Objetivo principal de la estrategia

Establecido el marco de referencia de los lineamientos para la gestión de activos y pasivos que serán observados necesaria y permanentemente por todas las entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública para la ejecución de todas sus operaciones, el objetivo principal al que se supedita la estrategia de gestión global de activos y pasivos es:

*Un manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas, minimizando el costo de los pasivos y maximizando el rendimiento de los activos, sujeto al nivel de riesgo máximo establecido por los lineamientos para la gestión global de activos y pasivos, para lo cual se debe profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local como principal medio para cubrir los temporales requerimientos financieros derivados de la gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería.*

En tal sentido, la participación del Tesoro en el mercado tiene la intención de mantener un equilibrio entre la predictibilidad que requiere mantener cualquier emisor soberano de referencia para el desarrollo del mercado, a través de un mayor número de subastas ordinarias programadas y la flexibilidad que también se requiere para enfrentar a unos mercados financieros cada vez más volátiles e integrados, con el anuncio periódico de la intención, o no, de hacer subastas especiales de emisión recompra o reventa, temporal o permanente.



## 4. 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.

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 tiene la intención de corresponder a la del Gobierno Central presupuestario<sup>19</sup> del Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas 2001-2014 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)<sup>20</sup>.

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.

### 4.1 Activos financieros (ahorro bruto)

Al 31 de diciembre de 2013, el total de activos financieros<sup>21</sup> del Gobierno Central alcanzó los S/. 58 348 millones, de los que S/. 27 364 millones correspondieron a activos en moneda nacional y S/. 31 049 millones en moneda extranjera compuestos principalmente por fondos de Recursos Ordinarios y por el Fondo de Estabilización Fiscal, respectivamente<sup>22</sup> (ver Cuadro N° 2).

<sup>19</sup> Según dicho estándar, la definición de Gobierno Central incluye a todas las unidades que forman parte de los poderes ejecutivo, legislativo y judicial, pero no incluye a entidades que conforman unidades institucionales distintas como las universidades, beneficencias, organismos supervisores u otras unidades autónomas que, junto al Gobierno Central y las otras entidades o unidades institucionales que pertenecen a este nivel de gobierno, conforman el Sector Gobierno Central.

<sup>20</sup> No se incluye ningún activo (como los ahorros manejados en el Fondo Consolidado de Reservas) o pasivo (como los pasivos provisionales de los bonos de reconocimiento que administra la Oficina de Normalización Previsional) 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.

<sup>21</sup> 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. Obviamente, 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 extra presupuestario.

<sup>22</sup> Los fondos de Recursos Ordinarios representan el 69% del total del saldo de la cuenta Disponible y el Fondo de Estabilización Fiscal equivale al 83,5% del total de fondos restringidos al cierre de diciembre de 2013.

Al revisar cada grupo de cuentas que conforman el activo, se puede observar que los depósitos a plazo son el principal instrumento de rentabilización de fondos. Al cuarto trimestre, el 67,6% del total de activos está conformado por depósitos a plazo colocados en el Banco Central de Reserva del Perú. La concentración en dicha contraparte actualmente no obedece a una optimización de retorno/riesgo, sino más bien a la falta de convenios con otras instituciones dentro y fuera del país que permitan al Tesoro diversificar sus activos como ya hacen otros países. Esto cobra mayor relevancia si se toma en cuenta los excedentes de liquidez con los que cuenta el Tesoro luego de honrar las obligaciones financieras.

**Cuadro N° 2**  
**Posición en activos financieros**

	Saldo Dic2012 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Sep2013 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Dic2013 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
<b>Por disponibilidad</b>							
<b>Disponible</b>	<b>27 691</b>	<b>53,2%</b>	<b>26 184</b>	<b>44,0%</b>	<b>26 155</b>	<b>44,8%</b>	<b>-0,1%</b>
Depósitos Vista	12 923	24,8%	11 847	19,9%	10 757	18,4%	-9,2%
Depósitos a plazo	14 768	28,4%	14 337	24,1%	15 398	26,4%	7,4%
<b>Cuentas por cobrar</b>	<b>3 669</b>	<b>7,1%</b>	<b>3 920</b>	<b>6,6%</b>	<b>3 412</b>	<b>5,8%</b>	<b>-12,9%</b>
Traspasos	3 663	7,0%	3 903	6,6%	3 406	5,8%	-12,7%
Derivados	6	0,0%	16	0,0%	6	0,0%	-65,2%
<b>Fondos restringidos</b>	<b>20 682</b>	<b>39,7%</b>	<b>29 395</b>	<b>49,4%</b>	<b>28 781</b>	<b>49,3%</b>	<b>-2,1%</b>
Depósitos vista	2 413	4,6%	5 576	9,4%	4 763	8,2%	-14,6%
Depósitos a plazo	18 269	35,1%	23 819	40,0%	24 018	41,2%	0,8%
<b>TOTAL</b>	<b>52 042</b>	<b>100,0%</b>	<b>59 498</b>	<b>100,0%</b>	<b>58 348</b>	<b>100,0%</b>	<b>-1,9%</b>

Fuente: MEF- DGETP.

Si en el extremo el Tesoro hubiera obtenido las tasas de interés de mercado que pagan las entidades financieras con mayor calificación de riesgo a las demás instituciones públicas por sus depósitos a plazo y sus depósitos a la vista, entonces durante los últimos 12 meses se hubieran obtenido ingresos financieros adicionales por S/. 270,4 millones, aunque en las actuales circunstancias de influjos de capitales del exterior las necesidades de esterilización monetaria habrían sido mayores, lo que a su vez requeriría de mayores aportes de capital al banco central.

## 4.2 Pasivos financieros (deuda bruta)

Al cierre del año 2013 el total de pasivos financieros<sup>23</sup> del Gobierno Central alcanzó un monto equivalente a S/. 88 609 millones, mayor en 2,0% al cierre del año anterior (ver Cuadro N° 3).

<sup>23</sup> Tradicionalmente el Informe Anual de Deuda Pública que se presenta ante el Congreso de la República, además de la deuda bruta interna y externa del Gobierno Central, también ha venido incluyendo 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 Oficina de Normalización Previsional que corresponden a garantías por el reconocimiento de aportes de los trabajadores que se trasladan del sistema público de pensiones al sistema privado de pensiones.

Por jurisdicción legal, la deuda externa<sup>24</sup> representa el 54,1% del total, disminuyendo en 5,5% respecto al año anterior, mientras que, por su instrumento de origen, el 73,0% corresponde a valores en circulación en los mercados incrementándose respecto al año anterior en el que se ubicó en 67,5%.

Durante los últimos 12 meses se observa un incremento de los valores en circulación equivalente a 10,4% y una disminución de los adeudados equivalente a -13,9%. En el último trimestre del año, la emisión de bonos y letras del Tesoro por un total de S/. 526 millones<sup>25</sup>, bajo el programa de subastas ordinarias principalmente y para el apoyo a gobiernos regionales y locales, permitieron incrementar la participación de los valores en circulación en moneda nacional sobre el total de la deuda. Asimismo entre el primer y segundo trimestre del año se realizó el prepago de préstamos que mantenía la República con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo por un total de S/. 4 418 millones, S/. 994 millones en marzo y S/. 3 424 millones en abril. Los préstamos mencionados se reemplazaron con nuevas obligaciones en moneda nacional bajo condiciones más favorables para los intereses de la República, para lo cual se emitieron bonos soberanos con vencimiento en el 2023 y en el 2042 por un total de S/. 3 086 millones, S/. 1 904 millones en febrero y S/. 1 182 millones en abril. El saldo restante del prepago se canceló con recursos acumulados por el Tesoro. Esta operación aportó, en el segundo trimestre, al incremento de la deuda en valores en circulación en 4,8% y a la disminución de los adeudados en -9%.

**Cuadro N° 3**  
**Posición en pasivos financieros**

	Saldo Dic 12 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Sep 13 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Dic 13 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
<b>Valores en circulación</b>	<b>58 627</b>	<b>67,5%</b>	<b>63 888</b>	<b>73,0%</b>	<b>64 721</b>	<b>73,0%</b>	<b>1,3%</b>
Letras del Tesoro	0	0,0%	123	0,1%	279	0,3%	127,0%
Bonos globales	24 119	27,8%	26 309	30,0%	26 469	29,9%	0,6%
Bonos soberanos	32 244	37,1%	35 352	40,4%	35 866	40,5%	1,5%
Otros bonos	2 264	11,4%	2 104	2,4%	2 106	2,4%	0,1%
<b>Adeudados</b>	<b>27 211</b>	<b>31,3%</b>	<b>23 157</b>	<b>26,4%</b>	<b>23 417</b>	<b>26,4%</b>	<b>1,1%</b>
Multilaterales	19 211	22,1%	15 704	17,9%	15 753	17,8%	0,3%
Club de París	6 185	7,1%	5 815	6,6%	5 460	6,2%	-6,1%
Otros	1 815	2,9%	1 638	1,9%	2 204	2,5%	34,5%
<b>Cuentas por pagar</b>	<b>1 061</b>	<b>1,2%</b>	<b>529</b>	<b>0,6%</b>	<b>472</b>	<b>0,5%</b>	<b>-10,8%</b>
Derivados	1 061	1,2%	529	0,6%	472	0,5%	-10,8%
<b>TOTAL</b>	<b>86 900</b>	<b>100,0%</b>	<b>87 574</b>	<b>100,0%</b>	<b>88 609</b>	<b>100,0%</b>	<b>1,2%</b>

Fuente: MEF- DGETP.

<sup>24</sup> La deuda externa atiende al criterio de jurisdicción legal del mercado en el que se contrató la deuda, antes que por la residencia de sus acreedores o tenedores.

<sup>25</sup> Compuesto por S/. 457 millones por subastas ordinarias y S/. 69 millones por apoyo a Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales.

Es importante resaltar que recién en el tercer trimestre del año se inició el Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro que contempla la emisión semanal de letras, bonos nominales y bonos reales (indexados a la inflación). El objetivo principal del programa es brindar una señal periódica de los puntos de referencia de la curva soberana a los participantes del mercado. Dado que los montos emitidos no han sido grandes para desarrollar el mercado aún en un adverso escenario internacional, estas subastas han tenido una contribución reducida sobre cambios en la estructura de fondeo del Gobierno Central.

### 4.3 Deuda pública neta

El nivel de la deuda bruta (pasivos financieros) del Gobierno Central que se alcanzó al cierre de diciembre 2013 se vio mitigado por el ahorro acumulado (activos financieros) a la misma fecha y su brecha determina la exposición al riesgo estructural de balance.

**Cuadro N° 4**  
**Deuda neta del Gobierno Central**

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo Dic2012 (MM S/.)	Saldo Dic2013 (MM S/.)	Saldo Dic2012 (MM S/.)	Saldo Dic2013 (MM S/.)	Saldo Dic2012 (MM S/.)	Saldo Dic2013 (MM S/.)
Soles	27 516	27 364	37 542	40 574	10 026	13 210
Dólares	21 832	28 606	42 180	41 339	20 348	12 734
Euros	271	299	2 428	2 920	2 157	2 621
Yenes	2 424	2 079	4 443	3 644	2 019	1 565
.Otros	0	0	307	132	307	132
<b>Total</b>	<b>52 042</b>	<b>58 348</b>	<b>86 900</b>	<b>88 609</b>	<b>34 857</b>	<b>30,262</b>
Posición / PBI <sub>(año base 1994)</sub>	9,9%	10,5%	16,5%	15,9%	6,6%	5,4%
Posición / PBI <sub>(año base 2007)</sub>	10,2%	10,8%	17,1%	16,4%	6,8%	5,6%

Fuente: MEF- DGETP.

En ese sentido, la deuda neta representa alrededor del 34,2% del saldo de la deuda bruta, la misma que el año anterior representaba el 40,1%. La deuda neta al cierre del 2013 es equivalente al 5,6% del PBI (ver Cuadro N° 4) mostrando una disminución de 1,2% respecto al año anterior, pero con un aumento trimestral y un cambio de tendencia a partir de la mitad del año. Esto se debe a la disminución estacional del activo total producto de la caída en el disponible ante la menor recaudación y el mantenimiento del gasto presupuestario.

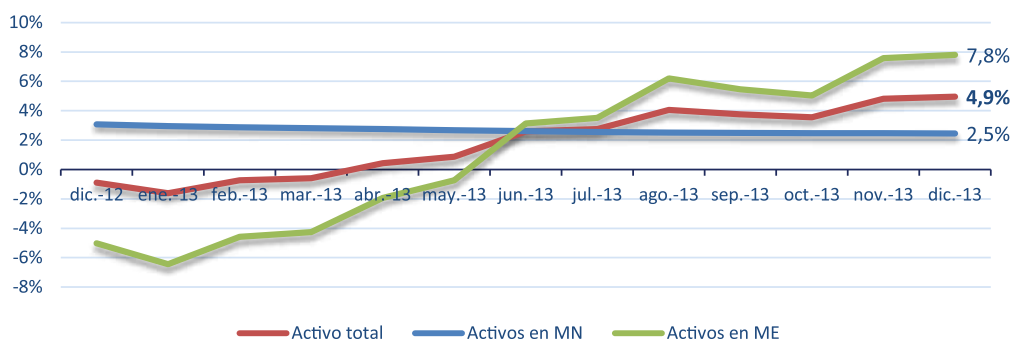
El saldo de deuda neta sería menor si se incluyera el saldo de activos financieros correspondiente a la participación patrimonial del Gobierno Central en las diferentes empresas públicas y entidades públicas que le pertenecen<sup>26</sup>.

## 4.4 Rendimientos y costos

Tanto el rendimiento como el costo equivalentes que se presentan a continuación han sido calculados considerando el efectivo en moneda nacional que, respectivamente, obtuvo y desembolsó el Gobierno Central durante los últimos 12 meses móviles 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, el efecto de la corrección del tipo de cambio durante el año 2013, principalmente del dólar estadounidense, ante las expectativas del mercado respecto al estímulo cuantitativo, ha generado un incremento en el rendimiento de los activos financieros en moneda extranjera expresados en soles, a pesar de que las tasas de interés específicas que percibe el Tesoro aún se mantienen muy bajas (ver Cuadro N° 5).

**Gráfico N° 1**  
**Evolución rendimientos activos financieros expresados en moneda nacional**



Fuente: MEF - DGETP.

El rendimiento equivalente promedio anual del total de activos financieros expresados en soles al cierre del 2013 fue de 4,9%, incrementándose respecto al cierre del año anterior cuando se ubicó en -0,9%. Se observa que el importante saldo de activos en moneda extranjera que mantiene el Gobierno Central le agrega un alto nivel de volatilidad al rendimiento total de los activos.

<sup>26</sup> Al cierre del 2012 el patrimonio contable de las entidades y empresas, financieras y no financieras, pertenecientes al Gobierno Central equivalía aproximadamente al 3,1% del PIB al cierre del 2012 (en el cálculo se ha tomado el patrimonio contable de 2011 de Osinermin, Ositrán, Indecopi y Sunat por no contar con cifras al cierre del año 2012).

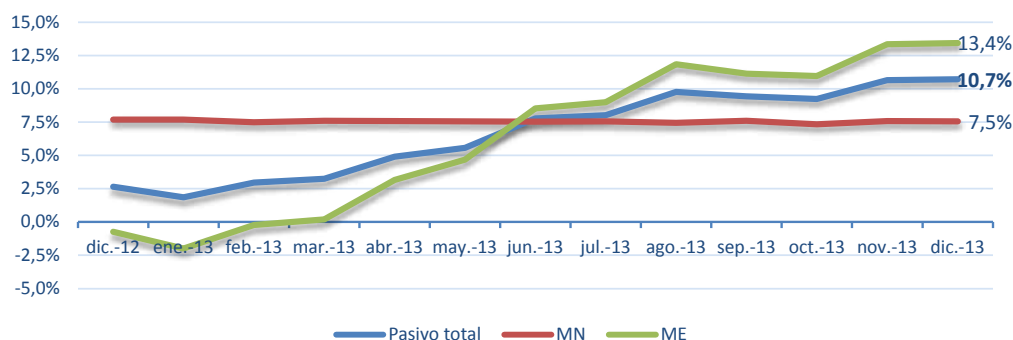
**Cuadro N° 5**  
**Rendimiento de activos financieros 2013**

	Dic2012		Sep2013		Dic2013	
	En soles (%)	En moneda de origen (%)	En soles (%)	En moneda de origen (%)	En soles (%)	En moneda de origen (%)
<b>Disponible</b>	<b>2,1%</b>		<b>2,9%</b>		<b>2,9%</b>	
Soles	3,1%	2,8%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%
Dólares	-5,3%	0,1%	7,0%	0,1%	9,3%	0,0%
Euros	-4,9%	0,1%	11,5%	0,0%	12,4%	0,0%
<b>Cuentas por cobrar</b>	<b>-2,8%</b>		<b>-5,0%</b>		<b>-2,8%</b>	
Soles	4,5%	4,4%	4,2%	4,2%	3,6%	3,6%
Dólares	-3,4%	2,2%	9,1%	2,2%	11,5%	2,1%
Euros	3,2%	2,3%	14,1%	2,3%	14,5%	1,9%
Yenes	-4,4%	1,9%	-13,5%	1,6%	-11,7%	1,6%
SCP	-2,5%	2,9%	9,4%	3,0%	11,2%	3,1%
<b>Fondos restringidos</b>	<b>-4,4%</b>		<b>6,2%</b>		<b>8,2%</b>	
Soles	3,0%	2,7%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%
Dólares	-5,4%	0,1%	7,0%	0,04%	9,2%	0,0%
Euros	-4,9%	0,1%	11,5%	0,00%	12,4%	0,0%
<b>Total</b>	<b>-0,9%</b>		<b>3,7%</b>		<b>4,9%</b>	

Fuente: MEF- DGETP.

El efecto cambiario también ha tenido un impacto sobre el costo de los pasivos, dado que la mayor parte de la deuda externa se encuentra en dólares estadounidenses. Así, el costo anual equivalente promedio del total de pasivos financieros (Cuadro N° 6) expresados en soles al cierre de diciembre 2013 fue de 10,7%, mostrando un incremento importante respecto al cierre del año anterior cuando se ubicó en 2,6%.

**Gráfico N° 2**  
**Evolución costo pasivos financieros expresados en moneda nacional**



Fuente: MEF - DGETP.

El incremento del costo anual de los pasivos es mayor que el incremento del rendimiento anual de los activos debido a: (i) la mayor dolarización del total de los pasivos respecto del total de los activos, (ii) el mayor volumen de pasivos respecto de activos y (iii) la actual mayor inelasticidad de las tasas de los activos respecto de la de los pasivos.

**Cuadro N° 6**  
**Costo de pasivos financieros**

	Dic 2012		Sep 2013		Dic 2013	
	En soles (%)	En moneda de origen (%)	En soles (%)	En moneda de origen (%)	En soles (%)	En moneda de origen (%)
<b>Valores en circulación</b>	<b>5,4%</b>		<b>10,5%</b>		<b>11,4%</b>	
<b>Letras del Tesoro</b>			<b>4,2%</b>		<b>4,0%</b>	
Soles			4,2%		4,0%	
<b>Bonos Soberanos</b>	<b>7,9%</b>		<b>7,8%</b>		<b>7,7%</b>	
Soles	7,9%	7,9%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%
<b>Bonos Globales</b>	<b>2,3%</b>		<b>14,5%</b>		<b>16,9%</b>	
Dólares	2,1%	7,6%	14,4%	7,4%	16,7%	7,4%
Euros	8,1%	7,5%	18,9%	7,5%	19,9%	7,5%
<b>Bonos del Tesoro Público</b>	<b>5,7%</b>		<b>7,8%</b>		<b>8,2%</b>	
Soles	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Dólares	2,4%	8,0%	15,0%	8,0%	17,3%	8,0%
<b>Bonos Brady</b>	<b>-2,0%</b>		<b>11,0%</b>		<b>13,3%</b>	
Dólares	-2,0%		11,0%	4,1%	13,3%	4,1%
<b>Adeudados</b>	<b>-2,7%</b>		<b>7,3%</b>		<b>9,1%</b>	
Soles	6,6%	6,6%	6,2%	6,2%	6,3%	6,2%
Dólares	-2,9%	2,6%	11,9%	4,9%	13,7%	4,9%
Euros	3,2%	2,6%	14,2%	2,6%	15,0%	2,6%
Yenes	-4,2%	2,1%	-13,2%	2,1%	-11,2%	2,1%
Otros	-2,5%		9,2%		11,9%	
<b>Total</b>	<b>2,6%</b>		<b>9,4%</b>		<b>10,7%</b>	

Fuente: MEF- DGETP.

Por consiguiente, el costo neto equivalente, medido como la diferencia entre el costo equivalente promedio anual y el rendimiento equivalente promedio anual, mostró una tendencia creciente durante el año (ver Cuadro 7).

La tendencia creciente del costo neto se debe principalmente a que la estructura de pasivos tiene una mayor dolarización que la estructura de activos, así el tipo de cambio tiene un mayor impacto sobre el costo total de la deuda que sobre el rendimiento total de los activos. Además, los pasivos en moneda extranjera frente a los activos tienen una duración bastante mayor incrementando el costo financiero en relación al ingreso financiero que percibe el Tesoro.

**Cuadro N° 7**  
**Costo neto por monedas del Gobierno Central**

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Rentabilidad Dic2012 (%)	Rentabilidad Dic2013 (%)	Costo Dic2012 (%)	Costo Dic2013 (%)	Costo neto Dic2012 (%)	Costo neto Dic2013 (%)
Soles	3,1%	2,5%	7,7%	7,5%	4,6%	5,1%
Dólares	-3,7%	7,2%	-0,1%	15,6%	3,6%	6,0%
Euros	-2,0%	14,2%	5,2%	17,1%	7,2%	2,9%
Yenes	-4,4%	-11,7%	-4,2%	-11,2%	0,2%	0,4%
Otros	-2,5%	11,2%	-2,5%	11,9%	0,1%	0,7%
<b>Total</b>	<b>-0,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>2,6%</b>	<b>10,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>5,8%</b>

Fuente: MEF- DGETP.

**Gráfico N° 3**  
**Evolución costo neto de la deuda expresado en moneda nacional**



Fuente: MEF - DGETP.

Por consiguiente, para que el costo neto no se incremente ante variaciones cambiarias, la deuda neta en dólares tendría que ser cero y, además, la elasticidad de los rendimientos y los costos tendrían que ser iguales, lo que implicaría que las duraciones de activos y pasivos tendrían que ser parecidas, para que no haya diferencias por cambios en la pendiente de la curva, y deberían negociarse en el mismo mercado o en mercados con menor riesgo base.



## 5. RIESGO ESTRUCTURAL DE BALANCE DEL GOBIERNO CENTRAL

El riesgo estructural de balance se define 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 descálces de tasas de interés, descálces de monedas o descálces 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, como el riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario.

En tal sentido, se continuará realizando el seguimiento con diferentes herramientas que sean consistentes con el nivel de complejidad de los activos y pasivos financieros del Gobierno Central con el objetivo de tomar las acciones necesarias para gestionar los riesgos ante los movimientos en los mercados.

### 5.1 Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es la posibilidad de generar pérdidas por la incapacidad de financiar aumentos en el volumen de activos (como aumentos o reposición de reservas de liquidez) o por no poder cumplir obligaciones asociadas a pasivos ya pactados (como disminuciones de pasivos que vencen y no pueden ser refinanciados), mediante la entrega de efectivo u otro activo financiero.

Para la medición y seguimiento 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 financiero<sup>27</sup> 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)<sup>28</sup>, 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

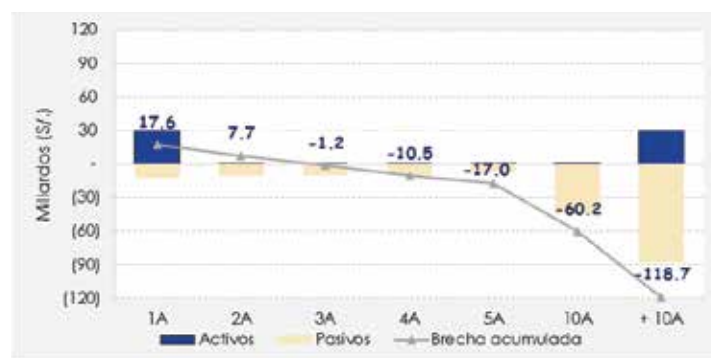
Del análisis de liquidez por plazos de vencimiento, se puede destacar que el descálce acumulado total, de activos y pasivos en monedas nacional y extranjera, es positivo hasta la banda temporal

<sup>27</sup> 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.

<sup>28</sup> Medida recomendada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para el seguimiento y control del riesgo de liquidez en las entidades financieras.

de dos años mientras que el año anterior se mantenía hasta la banda de tres años (ver Gráfico N° 4). Esto significa que el Gobierno Central, si bien cuenta con holgura suficiente para cubrir las obligaciones financieras (principal e intereses) pactadas en los siguientes dos años utilizando sus activos líquidos<sup>29</sup>, muestra una ligera disminución en los niveles de liquidez respecto al año anterior.

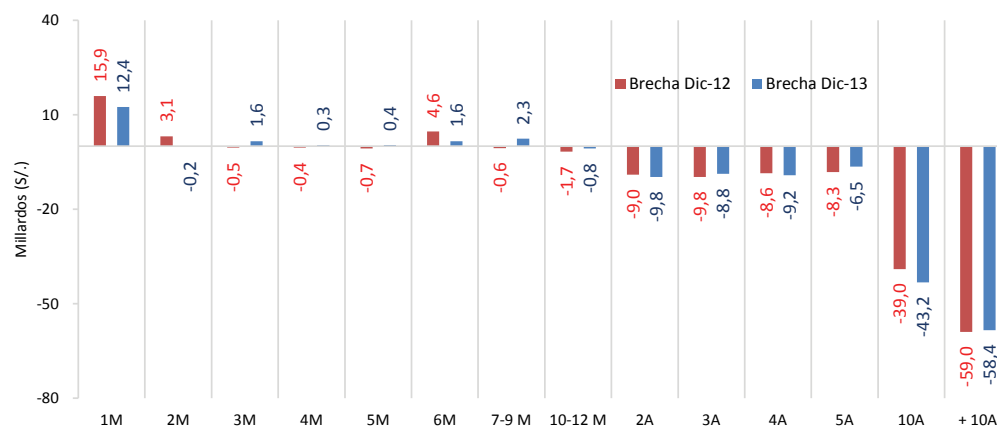
**Gráfico N° 4**  
**Cuadro de liquidez por plazos de vencimiento**



Fuente: MEF - DGETP.

El descalce acumulado positivo se ubica en la banda de dos años con un monto de S/. 7,7 millones mientras que el año anterior se ubicaba en la banda de tres años con un monto de S/. 0,9 millones.

**Gráfico N° 5**  
**Brechas marginales por bandas de tiempo**



Fuente: MEF - DGETP.

<sup>29</sup> En el análisis de liquidez por bandas de tiempo, los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal 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 este Fondo podría ser usado en un escenario de crisis.

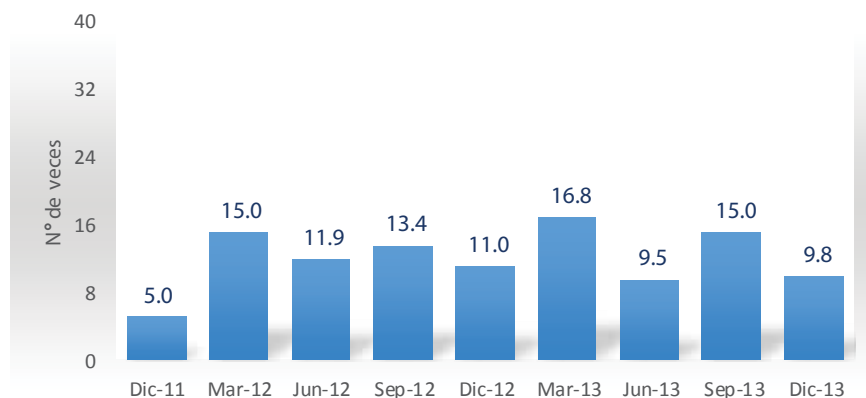
Un análisis más detallado de las brechas marginales nos muestra que la mayor parte de los activos se concentra en la banda de un mes, tanto en el año 2012 como en el 2013 (ver Gráfico N°5). Aunque se tiene una mejor distribución de los activos de corto plazo (2 meses, 3 meses, 4 meses, 5 meses, 6 meses y 9 meses) que el año anterior, en el que solamente se contaba con brechas positivas en las bandas temporales a 2 meses y 6 meses, esto aún es insuficiente ya que, como se puede observar, no se cuenta con obligaciones importantes en el corto plazo que ameriten mantener tan significativos saldos a plazos de un mes o menos, sacrificando la rentabilidad que dichos excesos podrían generar sin que esto involucre ni le genere un riesgo al Tesoro Público.

Cabe resaltar que si bien el objetivo es diversificar en plazos, contrapartes y monedas, esto se ve limitado actualmente ya que la única contraparte para realizar depósitos es el Banco de la Nación y el Banco Central de Reserva del Perú que, además, acota los plazos máximos para depósitos realizados en monedas extranjeras.

#### b. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)<sup>30</sup>

El RCL al cierre de diciembre de 2013 es mayor a 1, con un valor de 9,8 mostrando una disminución respecto al año anterior, cuando cerró en 11,0 (ver Gráfico N°6). Esta variación refleja el menor nivel de activos líquidos que mantiene el Tesoro respecto al año anterior. A pesar de la disminución, el 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 que permita disminuir el alto costo de la liquidez.

**Gráfico N° 6**  
**Ratio de cobertura de liquidez (RCL)**



Fuente: MEF - DGETP.

<sup>30</sup> 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 o igual a 1.

## 5.2 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.

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, los que pueden generar impactos favorables o desfavorables según se gestionen. Como un primer acercamiento al actual desfase temporal de activos y pasivos se muestra el indicador de sus duraciones<sup>31</sup>. Se puede apreciar que la duración total se mantiene alrededor de 0,59 años en el último año, mostrando un ligero incremento equivalente a 0,01 años (ver Cuadro N° 8), ante los altos niveles de cuentas corrientes en el disponible y los depósitos a plazo, pactados principalmente a menos de 1 año, en promedio a 2,5 meses<sup>32</sup>.

**Cuadro N° 8**  
**Duración de los activos financieros**

	Saldo Dic2012 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Sep2013 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Dic2013 (MM S/.)	Duración (años)
<b>Disponible</b>	<b>27 691</b>	<b>0,2</b>	<b>26 184</b>	<b>0,2</b>	<b>26 155</b>	<b>0,2</b>
Depósitos vista	12 923	0,0	11 847	0,0	10 757	0,0
Depósitos plazo	14 768	0,3	14 337	0,3	15 398	0,4
<b>Cuentas x cobrar</b>	<b>3 669</b>	<b>5,2</b>	<b>3 920</b>	<b>4,7</b>	<b>3 412</b>	<b>4,8</b>
Traspasos	3 663	5,2	3 903	4,7	3 406	4,8
Derivados	6		16		6	
<b>F. restringidos</b>	<b>20 682</b>	<b>0,5</b>	<b>29 395</b>	<b>0,5</b>	<b>28 781</b>	<b>0,4</b>
Depósitos vista	2 413	0,0	5 576	0,0	4 763	0,0
Depósitos plazo	18 269	0,6	23 819	0,6	24 018	0,5
<b>TOTAL</b>	<b>52 042</b>	<b>0,58</b>	<b>59 498</b>	<b>0,64</b>	<b>58 348</b>	<b>0,59</b>

Fuente: MEF- DGETP.

Por otro lado, la duración de los pasivos presentó una disminución equivalente a 1,23 años durante el último año (ver Cuadro N°9). La duración total de los pasivos financieros durante el año ha sido impactada por las variaciones en las tasas de interés principalmente en el tramo largo de la curva

<sup>31</sup> Equivalen al plazo promedio de reembolso del principal e intereses en términos de valor presente.

<sup>32</sup> Si se incrementara el plazo de los depósitos en el banco central, las tasas de rendimiento que se obtendrían no serían sustancialmente mayores y, por el contrario, expondrían al Gobierno a un mayor riesgo de reinversión.

en soles y dólares ante la mayor incertidumbre iniciada durante el segundo trimestre del año en el entorno global. Esto se ha reflejado en la caída permanente de la duración de los valores en circulación.

**Cuadro N° 9**  
**Duración de los pasivos financieros**

	Saldo Dic2012 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Sep2013 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Dic2013 (MM S/.)	Duración (años)
<b>V. circulación</b>	<b>58 627</b>	<b>9,08</b>	<b>63 888</b>	<b>8,09</b>	<b>64 721</b>	<b>7,58</b>
Letras del tesoro			123	0,49	279	0,44
B. globales	24 119	9,57	26 309	8,26	26 469	7,84
B. soberanos	32 244	8,80	35 352	8,08	35 866	7,53
Otros bonos	2 264	7,76	2 104	6,55	2 106	6,19
<b>Adeudados</b>	<b>27 211</b>	<b>5,15</b>	<b>23 157</b>	<b>4,99</b>	<b>23 417</b>	<b>4,81</b>
Multilaterales	19 211	5,32	15 704	5,29	15 753	5,13
Club de París	6 185	5,35	5 815	4,90	5 460	4,81
Otros	1 815	2,71	1 638	2,46	2 204	2,54
<b>Cuentas x pagar</b>	<b>1 061</b>		<b>529</b>		<b>472</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>86 900</b>	<b>8,08</b>	<b>87 574</b>	<b>7,26</b>	<b>88 609</b>	<b>6,85</b>

Fuente: MEF- DGETP.

A partir de la duración de los activos y de los pasivos financieros se ha calculado la duración de la deuda neta (ver Cuadro N°10). La duración de la deuda neta muestra una disminución de 1,28 años respecto al año anterior. Los mayores niveles de duración se observan en la deuda neta en soles y dólares, debido a que los activos en ambas monedas se invierten a plazos muy cortos y el fondeo se realiza con operaciones pactadas a largo plazo.

**Cuadro N° 10**  
**Duración de la deuda neta**

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Duración Dic2012 (años)	Saldo Dic2013 (años)	Duración Dic2012 (años)	Duración Dic2013 (años)	Duración Dic2012 (años)	Duración Dic2013 (años)
Soles	0,34	0,26	8,49	7,21	8,24	7,03
Dólares	0,53	0,54	8,19	7,12	7,92	6,74
Euros	4,93	5,16	4,38	3,53	3,92	2,95
Yenes	5,88	4,85	5,01	4,48	2,2	1,70
Otros	0,00	0,00	1,41	2,91	1,39	2,91
<b>Total</b>	<b>0,58</b>	<b>0,59</b>	<b>8,08</b>	<b>6,85</b>	<b>7,74</b>	<b>6,46</b>

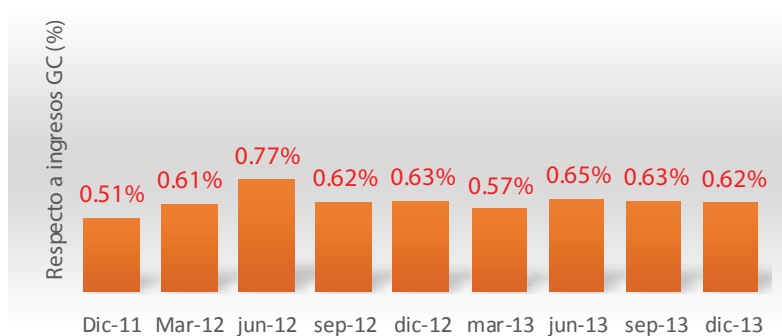
Fuente: MEF- DGETP.

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 de diciembre 2013 muestra que, ante la variación estándar de tasa de interés utilizada (+200 pb), se generaría un impacto en el margen financiero del Gobierno Central (Ganancia en Riesgo) de S/. - 637 millones equivalente al 0,62% de los ingresos del Gobierno Central o al 0,11% del PBI<sup>33</sup> (ver Gráfico N° 7). El indicador GER del año anterior fue de S/. - 611 millones.

**Gráfico N° 7**  
**Ganancia en riesgo (GeR)**



Fuente: MEF - DGETP.

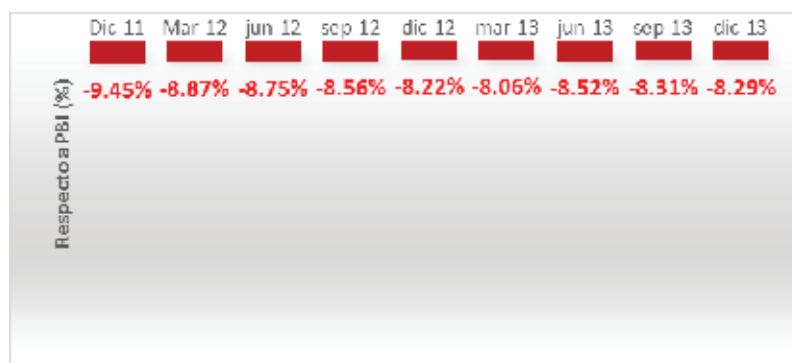
#### b. Valor patrimonial en riesgo (VPR)

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 2013, ante una variación negativa de 200 puntos básicos en la curva de tasas de interés (escenario de riesgo), el indicador de VPR fue de S/. - 44 831 millones, equivalente a 8,29% del

PBI, ligeramente mayor al resultado del indicador del año anterior de 8,22%<sup>34</sup> (ver Gráfico N° 8). De acuerdo a la estructura de balance del Gobierno Central, éste estaría expuesto a una disminución en el nivel de las tasas de interés. Sin embargo, dado que las tasas de interés de los instrumentos de economías emergentes en el último trimestre de 2013 han comenzado a subir y se espera que se mantenga la tendencia una vez que las principales potencias comiencen a cambiar sus políticas monetarias expansivas, entonces existe muy poco margen para que el riesgo se materialice.

**Gráfico N° 8**  
**Valor patrimonial en riesgo (VPR)**



Fuente: MEF - DGETP.

### 5.3 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 tuvo al sol como principal componente hasta el tercer trimestre de 2013 con una participación de 50,2% respecto del total. Al cierre del año, la participación del sol fue de 46,9%, cediendo terreno ante los activos en dólares que lograron una participación de 49,0%. A partir del segundo trimestre de 2013, la participación de los activos en moneda nacional comenzó a disminuir respecto del total de activos ante el crecimiento de los activos en moneda extranjera expresados en moneda nacional por la apreciación cambiaria y el aumento de los saldos (ver Cuadro N°11).

34 El VPR respecto a los ingresos del gobierno central pasó de 43% a 43,4% entre dic-12 y dic-13

**Cuadro N° 11**  
**Posición de los activos financieros por monedas**

Monedas	Participación Dic2012 (%)	Participación Sep2013 (%)	Participación Dic2013 (%)
<b>Activos</b>	<b>S/. 52 036 MM</b>	<b>S/. 59 482 MM</b>	<b>S/. 58 341 MM</b>
<b>Disponible</b>	<b>53,2%</b>	<b>44,0%</b>	<b>44,8%</b>
Soles	50,2%	41,0%	39,9%
Dólares	2,9%	3,0%	4,9%
Euros	0,1%	0,0%	0,0%
<b>Cuentas por Cobrar</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,8%</b>
Soles	0,3%	0,8%	0,4%
Dólares	1,6%	1,5%	1,5%
Euros	0,4%	0,4%	0,4%
Yenes	4,6%	3,9%	3,6%
Otros	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Fondos Restringidos</b>	<b>39,7%</b>	<b>49,4%</b>	<b>49,3%</b>
Soles	2,4%	8,4%	6,6%
Dólares	37,4%	41,0%	42,6%
Euros	0,0%	0,0%	0,1%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: MEF- DGETP.

La estructura de pasivos por monedas tiene como principal componente al dólar con una participación de 46,7%, ligeramente superior a la participación del sol, que al cierre del año se situó en 46,0% (ver Cuadro N°12). La participación del dólar ha venido disminuyendo durante el año (su participación al cierre de 2012 fue de 49,1%), cediéndole espacio a los pasivos en soles. Esta caída está alineada con las nuevas políticas aprobadas en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016.

**Cuadro N° 12**  
**Posición de los pasivos financieros por monedas**

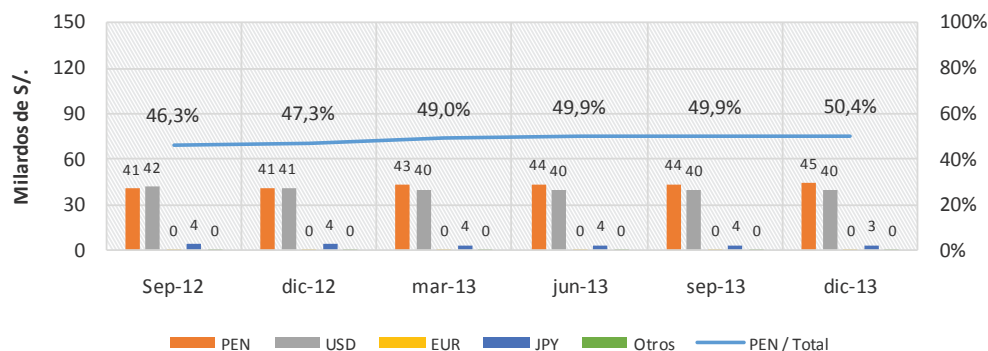
	Participación Dic2012 (%)	Participación Sep2013 (%)	Participación Dic2013 (%)
<b>Pasivos</b>	<b>S/. 85 838 MM</b>	<b>S/. 87 045 MM</b>	<b>S/. 88 138 MM</b>
<b>Valores en circulación</b>	<b>68,3%</b>	<b>73,4%</b>	<b>73,4%</b>
Soles	39,6%	42,6%	42,8%
Dólares	27,5%	29,5%	29,3%
Euros	1,2%	1,3%	1,3%
<b>Adeudados</b>	<b>31,7%</b>	<b>26,6%</b>	<b>26,6%</b>
Soles	2,9%	2,6%	3,2%
Dólares	21,7%	17,5%	17,4%
Euros	1,6%	1,7%	1,7%
Yenes	5,2%	4,6%	4,1%
Otros	0,4%	0,2%	0,1%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: MEF- DGETP.



Incluyendo las operaciones con instrumentos derivados realizadas hasta antes de 2011, la participación del sol en la estructura de los pasivos se incrementa a 50,4%, y la participación del dólar estadounidense se reduce a 45,1%; sin embargo, el costo en el que ha incurrido la República por tomar dichos derivados ha sido mucho más alto respecto de haber dejado la posición descubierta o de haberla sustituido con una emisión de valores de deuda pública en soles (ver Gráfico N° 9).

**Gráfico N° 9**  
**Composición de pasivos con derivados**



Fuente: MEF - DGETP.

Luego de que el sol se viera fortalecido durante el año 2012 por las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados, durante el año 2013 se mantuvo la incertidumbre, iniciada en el segundo trimestre del año, ante las expectativas del mercado respecto a la finalización del estímulo monetario de la Reserva Federal de Estados Unidos. Esta situación ha depreciado fuertemente las monedas de economías emergentes, si bien el sol fue una de las monedas menos perjudicadas también se vio afectada. Durante el año 2013 el tipo de cambio del dólar medido en soles disminuyó en 9,6%<sup>35</sup>.

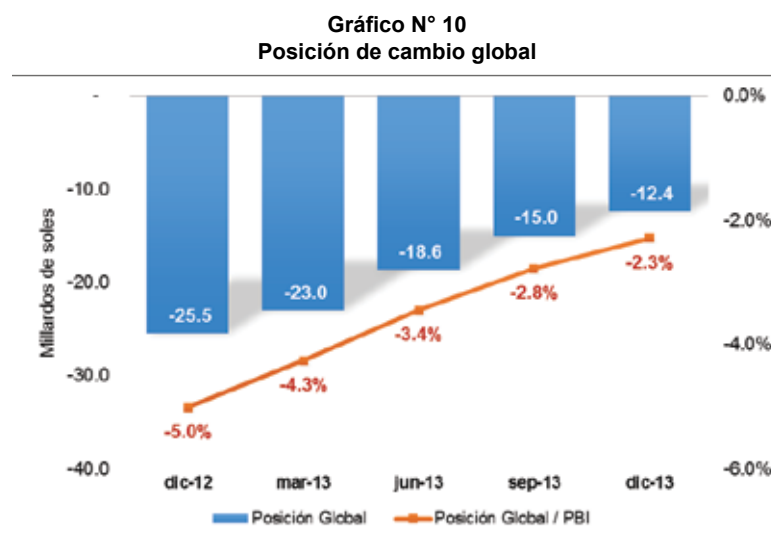
En ese contexto, se continuará siguiendo de cerca el mercado cambiario y su impacto sobre el balance del Gobierno Central mediante el uso de varias herramientas estocásticas, como la métrica de Valor en Riesgo y los escenarios de estrés.

#### a. Posición de cambio global

Al cierre de 2013 el Gobierno Central muestra una posición de cambio al contado de sobreventa equivalente a S/. 16 520 millones, conformado principalmente por dólares estadounidenses, la cual es menor en S/. 9 313 millones a la del cierre del año anterior. La disminución se produce por el

<sup>35</sup> Tipo de cambio contable extraído de la SBS entre el 28/12/2012 y 28/12/2013.

aumento de activos y la disminución de pasivos en moneda extranjera durante el año. Además, en la posición de cambio a plazo se incluye el valor presente de los derivados y de los intereses que generan las operaciones activas y pasivas. De esta forma, al cierre de 2013 el Gobierno Central muestra una posición de cambio global (suma de la posición al contado más la posición a plazo) de sobreventa (pasivos netos) equivalente a S/. 12 394 millones (2,3% del PBI) conformada principalmente por dólares estadounidenses, la cual ha disminuido respecto al cierre del año anterior que terminó en S/. 25 526 millones, equivalente a 5,0% del PBI<sup>36</sup> (ver Gráfico N°10).



Fuente: MEF - DGETP.

#### b. Valor en riesgo cambiario

Para la medición y monitoreo del riesgo cambiario originada por la posición de cambio global 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 de diciembre de 2013 es de S/. 670 millones, equivalente al 0,12% del PBI con una significativa disminución de 0,9% respecto del año anterior<sup>37</sup>, siendo el dólar la moneda que más contribuyó al nivel del VaR dada su preponderancia dentro de la posición global (ver Gráfico N°11). Sobre la base

<sup>36</sup> La posición de cambio global respecto a los ingresos del gobierno central fue de 26,2% y 12,0% al cierre del 2012 y 2013, respectivamente.

<sup>37</sup> El VaR respecto a los ingresos del gobierno central fue de 1,1% y 0,6% al cierre del 2012 y 2013, respectivamente.

del resultado anterior, se han establecido lineamientos de política que prioricen el endeudamiento en moneda nacional en el largo plazo. Es importante también que las diferentes entidades del Gobierno tomen en cuenta las políticas de desdolarización y reducción de la deuda externa para reducir las fuentes de vulnerabilidad financiera.

**Gráfico N° 11**  
**Evolución del VaR cambiario**



Fuente: MEF - DGETP.

## 5.4 Riesgo de concentración

El riesgo de concentración tiene múltiples aristas con diferentes efectos en la gestión de activos y pasivos, los que se pueden medir a través de los descálces 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 o que se incentive algún problema de riesgo moral. 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.

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 una atractiva rentabilidad y liquidez.

A la fecha, sólo se tiene al Banco Central de Reserva del Perú y al Banco de la Nación como contrapartes de las operaciones activas, cuyos convenios para realizar depósitos restringen la oportunidad de acceder a tasas competitivas de mercado a través de ellos (ver Cuadro N°13).

**Cuadro N° 13**  
**Concentración de activos por deudores**

Contraparte	Dic2012		Sep2013		Dic2013	
	Importe (MM S/.)	Part. %	Importe (MM S/.)	Part. %	Importe (MM S/.)	Part. %
<b>Disponible</b>	<b>27 691</b>	<b>53,2%</b>	<b>26 184</b>	<b>44,0%</b>	<b>26 155</b>	<b>44,8%</b>
Banco Central de Reserva Perú	23 983	46,1%	22 414	37,7%	21 147	36,2%
Banco de la Nación	3 708	7,1%	3 745	6,3%	4 982	8,5%
Otros		0,0%	25	0,0%	25	0,0%
<b>Cuentas por cobrar</b>	<b>3 669</b>	<b>7,1%</b>	<b>3 92</b>	<b>6,6%</b>	<b>3 412</b>	<b>5,8%</b>
Entidades públicas no financieras	3 663	7,0%	3 903	6,6%	3 406	5,8%
Entidades de inversión	6	0,0%	16	0,0%	6	0,0%
<b>Fondos Restringidos</b>	<b>20 682</b>	<b>39,7%</b>	<b>29 395</b>	<b>49,4%</b>	<b>28 781</b>	<b>49,3%</b>
Banco Central de Reserva Perú	20 532	39,5%	29 33	49,3%	28 671	49,1%
Banco de la Nación	150	0,2%	65	0,1%	109	0,2%
<b>Total</b>	<b>52 042</b>	<b>100,0%</b>	<b>59 498</b>	<b>100,0%</b>	<b>58 348</b>	<b>100,0%</b>

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 y su capacidad de negociación (ver Cuadro N°14).

**Cuadro N° 14**  
**Concentración de pasivos por acreedores**

Acreedores	Dic2012		Sep2013		Dic2013	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
<b>Valores en circulación</b>	<b>58 627</b>	<b>67,5%</b>	<b>63 888</b>	<b>73,0%</b>	<b>64 721</b>	<b>73,0%</b>
Tenedores residentes	16 236	18,7%	17 092	19,6%	19 492	22,0%
Tenedores no residentes	42 391	48,8%	46 796	53,4%	45 228	51,0%
<b>Adeudos</b>	<b>28 272</b>	<b>32,5%</b>	<b>23 686</b>	<b>27,0%</b>	<b>23 889</b>	<b>27,0%</b>
Multilaterales	19 211	22,1%	15 704	17,9%	15 753	17,8%
Club de París	6 185	7,1%	5 815	6,6%	5 46	6,2%
Otros organismos	1 815	2,1%	1 638	1,9%	2 204	2,5%
Entidades de inversión	1 061	1,2%	529	0,6%	472	0,5%
<b>Total</b>	<b>86 900</b>	<b>100,0%</b>	<b>87 574</b>	<b>100,0%</b>	<b>88 609</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: MEF- DGETP.

## 5.5 Escenarios de estrés y balance de riesgos

### a. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)

Para mitigar un evento de baja probabilidad, pero alta severidad, como el caso de la activación de la cláusula de aceleración e impago cruzado establecida en el prospecto de emisión de los bonos globales, se requiere cancelar progresivamente estas obligaciones utilizando el excedente de liquidez en moneda nacional, sin comprometer obligaciones en esta moneda, o también haciendo emisiones de bonos en moneda local. Como se observa en el Gráfico N° 12 la cobertura ante el escenario de estrés planteado se redujo desde el segundo trimestre del año.

**Gráfico N° 12**  
**Ratio de cobertura de liquidez – Escenario de estrés**



Fuente: MEF - DGETP.

### b. Ganancia en riesgo (GER)

Durante el tercer trimestre del año se produjo una disminución en la tasa de referencia del Banco Central de Reserva del Perú en 25 puntos básicos, manteniéndose en 4,0% en la última parte del año. La entidad monetaria podría disminuir la tasa de referencia durante el año si las condiciones económicas que afronte el Perú así lo ameritan. Esto junto con la brecha positiva que indica que se tiene un exceso neto de activos que repreciarán en el corto plazo, implican la posibilidad de que se produzca un impacto negativo, derivado de un movimiento de tasas de interés adverso (caída de tasas), por lo que se debería optimizar el costo de oportunidad de los activos de muy corto plazo que mantiene el Tesoro a través de la diversificación de las contrapartes y su inversión a precios de mercado.

**Gráfico N° 13**  
**Ganancia en riesgo (GeR) – Escenario de estrés**



Fuente: MEF - DGETP.

Sin embargo, si se repitiera la variación de tasas que se generó entre septiembre y octubre del 2008, producto de la agudización de la crisis financiera (bancarrota de Lehman Brothers, caída del Dow Jones en 6,98% y paquete de rescate de la Reserva/Tesoro de EEUU por 700 000 millones de dólares), entonces la Ganancia en Riesgo ascendería a S/. - 1 312 millones, ante un movimiento de tasas de interés de +3,31% en moneda nacional y de +5,27% en moneda extranjera<sup>38</sup>, equivalente a -1,30% de los ingresos del Gobierno Central (ver Gráfico N°13). Ante los niveles de tasas de interés que le otorga el Banco Central de Reserva del Perú al Tesoro, un movimiento como éste llevaría a tasas negativas.

### c. Valor patrimonial en riesgo (VPR)

En caso se repitiera la variación de tasas producida durante la crisis financiera (2008–2009) entonces el VPR sería de S/. 37 115 millones con un nivel de confianza de 99%, lo que equivale a 6,86% del PBI<sup>39</sup> (Gráfico N°14).

Este indicador es menor al que se origina al utilizar una variación estándar porque la mayor parte del descalce se encuentra en el largo plazo y los movimientos en la parte larga de la curva históricamente han sido menores a los de la parte corta.

<sup>38</sup> La GER respecto al PBI fue de 0.24% al cierre del 2013.

<sup>39</sup> El VPR respecto a los ingresos del gobierno central fue de 36% al cierre del 2013.

**Gráfico N° 14**  
**Valor patrimonial en riesgo (VPR) – Escenario alternativo**



Fuente: MEF - DGETP.

#### d. Valor en riesgo cambiario

En caso que se repita una depreciación de la moneda nacional respecto a las principales divisas en la que está pactada la deuda, como la que se produjo durante la crisis 1997–1998 (crisis asiática y rusa) en la que en 3 meses el dólar se apreció en 19,86%, el euro en 33,87% y el yen en 41,18%, entonces la pérdida ocasionada por tipo de cambio sería de unos S/. 4 061 millones, lo que equivale a 0,75% del PBI<sup>40</sup> (ver Gráfico N°15).

**Gráfico N° 15**  
**Escenario de estrés – riesgo cambiario**



Fuente: MEF - DGETP.

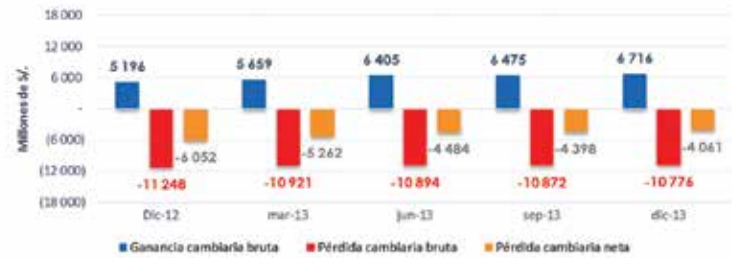
Sin embargo, teniendo en cuenta que la utilización del Fondo de Estabilización Fiscal no necesariamente permite compensar el total de las pérdidas cambiarias generadas por la deuda bruta en moneda extranjera<sup>41</sup>, se estima que la pérdida bruta ante el escenario de estrés utilizado generaría pérdidas de S/. - 10 776 millones, monto equivalente a -1,99% del PBI<sup>42</sup> (ver Gráfico N°16).

<sup>40</sup> La pérdida cambiaria respecto a los ingresos del gobierno central es 3,9% al cierre del 2013.

<sup>41</sup> Para cuando se enfrente el escenario de estrés, el Fondo de Estabilización Fiscal podría ya haber sido utilizado total o parcialmente para atender cualquiera de las situaciones de emergencia nacional o de crisis internacional descrita en la Ley.

<sup>42</sup> La pérdida bruta respecto a los ingresos del gobierno central fue de 10,4% al cierre del 2013.

Gráfico N° 16  
Escenario de estrés – Ganancia y pérdida cambiaria bruta



Fuente: MEF - DGETP.

En cambio, si ya se tuviera una proporción de 30% del total de la deuda bruta en moneda extranjera, como indican las metas de las políticas aprobadas, manteniendo la misma estructura del portafolio para esa deuda en moneda extranjera, entonces la pérdida por tipo de cambio se reduciría y sería igual a sólo S/. -724 millones, lo que equivaldría a 0,14% del PBI.

Además, si se aumentara la participación de la moneda nacional a 55% en el total de activos, manteniendo el total del Fondo de Estabilización Fiscal en moneda extranjera, y se incrementara la participación de los pasivos en moneda nacional en 0,05%, entonces la posición en moneda extranjera se mantendría muy cercana a cero y el impacto de los movimientos en los tipos de cambio sería tan solo de -270 millones, alrededor de 0,05% del PBI, manteniendo el riesgo cambiario bastante acotado.

e. Balance de riesgos

El Cuadro N° 15 resume la severidad y la probabilidad asociada a cada uno de los principales factores de riesgo a los que se encuentra expuesto actualmente el Gobierno Central a partir de la información y los indicadores revisados. En tal sentido, el principal factor de riesgo que afronta el balance del Gobierno Central en un escenario de estrés es el riesgo cambiario.

Cuadro N° 15  
Balance del impacto de los principales factores de riesgo

Tipo de riesgo	Exposición de la estructura de balance	Severidad	Probabilidad
Tipo de cambio	Depreciación del tipo de cambio	Alta	Alta
Tasa de interés de corto plazo	Disminución de tasas	Media	Media
Tasa de interés de largo plazo	Disminución de tasas	Media	Baja
Liquidez	Activación cláusulas de impago cruzado de bonos Globales	Alta	Baja

Fuente: MEF- DGETP.



## 6. EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA IMPLEMENTADA EN 2013

Tras la aprobación y publicación de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016 en mayo de 2013, se inició la implementación de una serie de acciones orientadas al cumplimiento de los lineamientos de política aprobados así como para el logro del objetivo principal y se continuó con la implementación de aquellas que se empezaron luego de la fusión de la Dirección Nacional del Tesoro Público y la Dirección Nacional del Endeudamiento Público.

En ese contexto, durante el año 2013 se emitieron bonos soberanos para financiar una parte de los requerimientos financieros y para ejecutar operaciones de administración de deuda: en conjunto se colocaron bonos por un importe de S/. 4 118,6 millones en el mercado interno. Adicionalmente se subastaron letras del Tesoro con el objetivo de fijar referencias en la parte corta de la curva y desarrollar el mercado de valores de deuda pública y se centralizó las subastas de fondos públicos en una plataforma informática propia del Tesoro.

### 6.1 Cumplimiento de los lineamientos de política financiera

Un aspecto crucial para lograr la exitosa implementación de cualquier estrategia es construir una reputación basada en la confianza y credibilidad de las diferentes partes involucradas, credibilidad que en este caso se sustenta a través de un consistente cumplimiento de los seis lineamientos de política financiera aprobados y la realización de acciones estratégicas que refuercen.

#### a. Profundizar el mercado de valores aumentando la deuda pública en soles

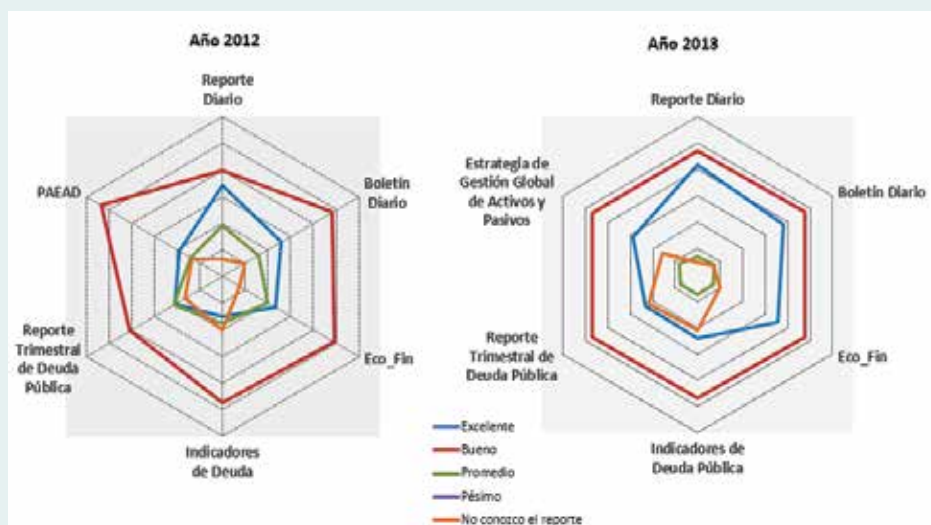
Para cumplir con esta política se aprobaron nuevos Reglamentos de Letras, de Bonos y de Creadores de Mercado. Asimismo, a partir de julio de 2013 se iniciaron las subastas ordinarias con periodicidad semanal de letras y bonos, según lo aprobado. La emisión total de letras del Tesoro durante los últimos 6 meses del año fue de S/. 322,6 millones y la emisión de bonos, entre nominales y reales, alcanzó los S/. 878,8 millones. Las nuevas normativa y estrategia permitieron diversificar los puntos de emisión respecto a las emisiones de periodos anteriores e iniciar un proceso de diversificación de los participantes del mercado de deuda pública; por ejemplo en los últimos 6 meses del año 2012 se emitieron S/. 891,5 millones en bonos soberanos de los cuales el 75% se conformó por el bono nominal 2023 y el 25% restante por el bono nominal 2042 mientras que en el último año la emisión total de bonos soberanos se conformó por 41,5% del bono nominal 2017, 7,7% del bono

nominal 2029, 17,6% del bono nominal 2023, 9,2% del bono nominal 2042, 13,4% del bono real 2018 y 10,5% del bono real 2046.

#### Recuadro 5: Mejora en nivel de satisfacción de relaciones con inversionistas

Entre julio y agosto de 2013 se realizó por segundo año consecutivo la Encuesta de Satisfacción de Inversionistas correspondiente al período junio-2013 / junio-2012 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 1200 contactos, tales como: entidades de crédito, fondos de pensiones, fondos de inversión, aseguradoras, agentes de bolsa, gestores globales de portafolios, entre otros.

Durante el periodo se continuaron efectuando mejoras a los portales en castellano e inglés de la Oficina de Relaciones con Inversionistas ([www.mef.gob.pe/inversionistas](http://www.mef.gob.pe/inversionistas) y [www.mef.gob.pe/investor](http://www.mef.gob.pe/investor)), entre las que se hallaron la inclusión de secciones nuevas como: preguntas frecuentes, que brindan detalles importantes para los inversionistas que participan por primera vez en el mercado de valores de deuda pública, presentaciones a los participantes del mercado, dirigidos a mejorar la comunicación con la República, la publicación del Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro, el enlace a la encuesta a inversionistas a fin de facilitar la participación en línea, entre otros. Asimismo, se continuó mejorando los tiempos de respuesta a las consultas recibidas por los buzones de correo habilitados ([inversionistas@mef.gob.pe](mailto:inversionistas@mef.gob.pe) e [investor@mef.gob.pe](mailto:investor@mef.gob.pe)).



Fuente: MEF- DGETP.

Los resultados alcanzados en la encuesta en comparación a los encontrados al año 2012 fueron muy favorables, siendo todos los 6 reportes periódicamente emitidos considerados cómo: "excelente" en 32% respecto a 23% del año anterior, además de obtener una puntuación más acentuada en la categoría "bueno", reflejando la mejora en la percepción global favorable para los principales reportes evaluados.

En este mismo sentido, el Ministerio de Economía y Finanzas recibió con beneplácito los resultados de la evaluación realizada al Perú sobre sus relaciones con inversionistas efectuada por el Instituto Internacional de Finanzas (IIF), en el marco de su “Reporte Anual 2013 del Grupo Consultivo para la Implementación de Principios para Flujos de Capital Estables y Equitativa Reestructuración de la Deuda” (PCG), en el cual se destaca que el Perú ha mejorado su calificación para ubicarse a solo un escalón de obtener la máxima valoración en la materia.

Como resultado de esta evaluación, el Reporte Anual 2013 muestra en su capítulo “V” que el Perú obtuvo una calificación de 37 puntos de un total de 38 máximos posibles (97,4% de cumplimiento) en términos de “Evaluación de Relaciones con Inversionistas y Prácticas de Transparencia de la Información”, reflejando una mejora sustancial respecto a la calificación del año 2012 en la que se alcanzó un total de 36 puntos (94,7% de cumplimiento).

El Reporte Anual recoge los aportes de 46 líderes de las finanzas globales con excepcional experiencia y credibilidad internacional, quienes año a año se reúnen con el propósito de revisar el progreso realizado en la implementación de los principios, medir el desempeño de la gestión de las relaciones con inversionistas, así como a evaluar las prácticas de transparencia y divulgación de información financiera.

Además, la nueva normativa le permitió a las entidades del sistema financiero que no contaban con la condición de Creadores de Mercado participar directamente en las subastas de letras del Tesoro y bonos soberanos; así, el total de entidades que mostraron su interés en las subastas de bonos soberanos a través del envío de la solicitud de participación fueron 32 : 12 sociedades agentes de bolsa, 8 compañías de seguros, 5 administradoras de fondos de pensiones, 2 bancos, 2 cajas municipales, 2 financieras y 1 sociedad administradora de fondos mutuos.

Por otro lado, se realizaron reuniones periódicas con todos los participantes del mercado de deuda pública con la finalidad de dar a conocer en profundidad los alcances de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016, así como para informar sobre los resultados de las subastas realizadas e incentivarlos a participar en el mercado de valores de deuda pública como alternativa de inversión. Como parte del seguimiento del nivel de receptividad obtenido con las primeras reuniones, también se efectuó la encuesta anual de relaciones con inversionistas con una evolución favorable, la misma que también ha sido reconocida a nivel internacional (ver Recuadro N° 5).

#### **b. Mantener reservas de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad**

Se ha actualizado la estimación del monto mínimo necesario de la reserva secundaria de liquidez que asciende a alrededor de S/. 22 389 millones. Esta reserva está siendo diseñada para cumplir con dos funciones: mantener el gasto anual presupuestado en situaciones en las que los ingresos

43 Sin tomar en cuenta a las entidades con la condición de Creadores de Mercado.

disminuyan temporalmente y estabilizar la curva de rendimientos soberana en momentos de extrema volatilidad, a través de la participación del Tesoro en el mercado secundario. Actualmente, se está trabajando en su reglamentación.

Por otro lado, se ha hecho el seguimiento de las líneas de crédito contingentes que ha recibido el Estado en caso de que se presenten crisis financieras internacionales con el objetivo de pactar nuevas líneas o hacer uso de ellas en caso fuera necesario. Actualmente, se mantienen líneas por US\$ 1 500 millones con algunos organismos multilaterales que pueden ser usados como alternativa de fondeo ante un evento de crisis financiera.

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

Se han realizado cambios normativos que le permitirán al Tesoro agilizar la toma de decisiones relacionadas a la gestión de activos y pasivos. Mediante la Ley N° 30099 “Ley de fortalecimiento de la responsabilidad y transparencia fiscal” se estableció que los lineamientos de inversión del Fondo de Estabilización Fiscal tomarán en cuenta los lineamientos de la estrategia de gestión global de activos y pasivos del Tesoro, y que la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público, en su condición de Secretaría Técnica del Fondo, propondrá los lineamientos y directrices de inversión.

Asimismo, mediante Ley N° 30116 “Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año 2014” se formalizó la creación del Comité de Gestión de Activos y Pasivos como la instancia que definirá las acciones para una adecuada gestión global de activos y pasivos financieros que conforman la Hacienda Pública. En ese sentido, durante el año se ha venido supervisando el cumplimiento de los Lineamientos para la Gestión Global de Activos y Pasivos y del Reglamento de Depósitos aprobados mediante Resolución Directoral N° 016-2012 EF/52.03, cuyo alcance incluye a las empresas públicas del Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE) y entidades públicas en general, entre las que se incluyen los gobiernos regionales y los gobiernos locales. Asimismo, en el Tesoro Público se desarrolló un módulo de subastas por internet para que las empresas y entidades públicas puedan realizar sus subastas mediante un mecanismo informático sistematizado (ver Recuadro N°6).

#### **Recuadro 6: Módulo de subastas de fondos públicos**

El aplicativo informático diseñado durante el primer semestre de 2013 para la realización de subastas de fondos de las entidades públicas finalizó su etapa de desarrollo y producción a finales del año 2013, luego de un arduo proceso de adecuación y pruebas realizadas entre los operadores encargados de su administración en el propio Tesoro y los respectivos representantes de las entidades públicas y de las instituciones financieras participantes.

El módulo de subastas empezó a operar formalmente el primer día hábil del año 2014, contando con el concurso de las diversas entidades del sector público tales como Electroperú, Osiptel, Sedapal, Sunat, entre otras, las mismas que antes solían subastar sus excedentes de liquidez de manera aislada, brindando un bajo nivel de acceso a la información. Son más de 20 entidades financieras las que han demandado activa y continuamente una porción de dichos fondos de forma cada vez más competitiva y, en promedio, son 16 entidades públicas las que, mes a mes, vienen consiguiendo rentabilizar sus excedentes en el sistema.

La utilización de esta plataforma ha permitido transparentar el proceso de concurso y adjudicación de las subastas de fondos de las entidades públicas, a la vez que contribuye a la formación de un mapa de rendimientos de referencia, según categoría de riesgo, de los fondos mantenidos en las entidades financieras. Ello introduce incentivos para una competencia saludable por el lado de los concursantes y, a la vez, facilita la disponibilidad de información que permita optimizar la relación riesgo-retorno que enfrentan dichas entidades en la gestión de sus excedentes de liquidez.

La creación del módulo de subastas por internet junto con la orientación y capacitación brindada a las empresas y entidades públicas respecto a la rentabilización de sus fondos han sido algunos de los factores que han permitido incrementar progresivamente el saldo en depósitos subastados respecto al total de activos, el cual pasó de 45,3% al cierre de 2012 a 49,9% al cierre de 2013 y disminuir el saldo en cuentas corrientes que pasó de 43,0% al cierre de 2012 a 36,6% al cierre de 2013, saldo que se seguirá reduciendo en 2014, pues, en aras de preservar la capacidad adquisitiva de los fondos públicos, los lineamientos de gestión de activos y pasivos aprobados establecen que ninguna entidad pública puede mantener un saldo total mayor a S/. 100 000 en cuentas corrientes por necesidades operativas.

Durante el año la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público también terminó de diseñar el reglamento de operaciones de reporte con valores de deuda pública, en el marco de la Ley N° 30052, "Ley de Operaciones de Reporte" aprobada el 27 de junio de 2013. Las operaciones de reporte incentivarán la profundización del desarrollo del mercado de deuda pública en soles y sentarán las bases para el futuro desarrollo del mercado de derivados, pero también permitirán rentabilizar los excedentes de liquidez que mantenga el Tesoro.

#### d. Mantener una sana estructura de la deuda indirecta

Como parte de un proceso de adecuación a los estándares internacionales, en abril 2013 se recibió la visita de una misión de asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional para diagnosticar el grado de avance y los pasos adicionales necesarios para que el Gobierno adopte el Manual de Estadísticas Fiscales del Sector Público de 2001 (MEFP 2001) y se adecue a las Normas Especiales para la Divulgación de Datos Plus (NEDD+). Además, mediante la RD N° 011-2013-EF/51.01, en setiembre de 2013 se oficializó la adopción de todas las Normas Internacionales de Contabilidad

del Sector Público emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad del Sector Público de la Federación Internacional de Contadores (IFAC). Por último, en la actualidad, se están finalizando los procedimientos y ejemplos para registrar adecuadamente en la contabilidad las provisiones por deuda indirecta y pasivos contingentes, para lo cual también se contó con el apoyo de una misión de asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional financiada por la Cooperación Suiza - SECO.

**e. Reducir la prociclicidad de la deuda externa como fuente de vulnerabilidad**

Durante el año, en consecuencia con sus políticas y el respectivo análisis de riesgos periódicamente realizado, la República del Perú ha evitado fondearse en los mercados externos ante el rápido incremento de la deuda externa del sector privado lo que ha impedido que se deterioren los indicadores de vulnerabilidad a los que hacen seguimiento las diferentes agencias de riesgo que emiten una calificación sobre el riesgo soberano del Perú. Pese a las turbulencias observadas en el mercado, se ha privilegiado el endeudamiento a través de títulos en moneda nacional, incrementando el saldo de bonos soberanos en S/. 3 622 millones, lo que generó que la dolarización de la deuda bruta se redujera de 52,7% en el 2012 a 49,3% en el 2013, al mismo tiempo que se ayuda a profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública local.

**f. Asegurar la sostenibilidad de la deuda pública neta**

En el primer semestre del año la República concretó dos operaciones de prepago de deuda en moneda extranjera con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo por un total de S/. 4 418 millones que fueron reemplazadas por nuevas obligaciones en moneda nacional, bonos soberanos con vencimientos en el 2023 y 2042, bajo condiciones más favorables.

Asimismo, durante los últimos 12 meses, el saldo del fondeo utilizado a través de adeudados recibidos ha conseguido ser disminuido notablemente, pasando de S/. 28 009 millones a S/. 23 157 millones. De acuerdo a la Estrategia aprobada, se privilegió la posibilidad de fondear proyectos importantes con emisión local de valores de deuda pública en vez del uso de líneas con organismos multilaterales de crédito, en tanto incentiva el objetivo principal de desarrollo del mercado de valores local y permite disminuir más rápidamente los altos niveles de la deuda pública externa. Asimismo se redujo los ratios de deuda pública bruta y neta sobre PIB.

## 6.2 Desarrollo del mercado de valores de deuda pública

### a. Emisiones de títulos del Tesoro

En el año 2013 se iniciaron las subastas ordinarias de letras y bonos, habiéndose cumplido de manera estricta con la periodicidad preestablecida en el cronograma aprobado en la Estrategia 2013-2016. Los resultados a la fecha muestran importantes avances tanto en el desarrollo del mercado minorista de letras, así como en la consolidación del mercado mayorista de bonos.

Así, en 2013 se emitió bonos por un monto total de S/. 4 118,6 millones, de los cuales S/. 3 239,8 millones corresponden a operaciones de administración de deuda y S/. 878,8 millones a operaciones de endeudamiento. Asimismo, a partir del mes de julio de 2013 se empezaron a emitir las letras del Tesoro, con vencimientos representativos en los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses y por un importe total de S/. 322,6 millones.

Las subastas de letras, realizadas las primeras y terceras semanas de cada mes, con montos referenciales anunciados de S/. 15 millones por cada punto, han ido captando paulatinamente una mayor demanda en función del cada vez mayor conocimiento que han obtenido los agentes sobre dicho instrumento, el que no se emitía desde 2004. Por su parte, las subastas de bonos, realizadas las segundas y cuartas semanas de cada mes, han cumplido con su rol estratégico de brindar predictibilidad y confianza a los agentes, aun cuando el año 2013 estuvo marcado por un contexto de alta volatilidad en los mercados como resultado de los anuncios del retiro del estímulo monetario en EEUU, y de la aún persistente incertidumbre en cuanto a la recuperación mundial luego de la crisis financiera.

Tanto la demanda, como los rendimientos exigidos, han ido en función de la evolución de la coyuntura al momento de la realización de las subastas y del apetito de los inversionistas según el tipo de moneda (nominal o real) y el plazo de los bonos, lográndose, en general, establecer referencias válidas para la curva de rendimientos soberana.

### b. Negociación de títulos del Tesoro

De acuerdo con la información proporcionada por las plataformas de negociación Datatec y GFI, al cierre del año 2013, el total del volumen negociado en los niveles general y especial del mercado secundario de bonos soberanos ascendió a S/. 34 363,3 millones, lo cual representa un incremento de 1,6% con relación al volumen de negociación del año 2012, que fue de S/. 33 825,2 millones. Asimismo, el importe promedio mensual de negociación en mecanismos centralizados se ha mantenido por encima de los S/. 2 700 millones durante los últimos cinco años, a excepción del año 2011 (ver Recuadro N° 7).

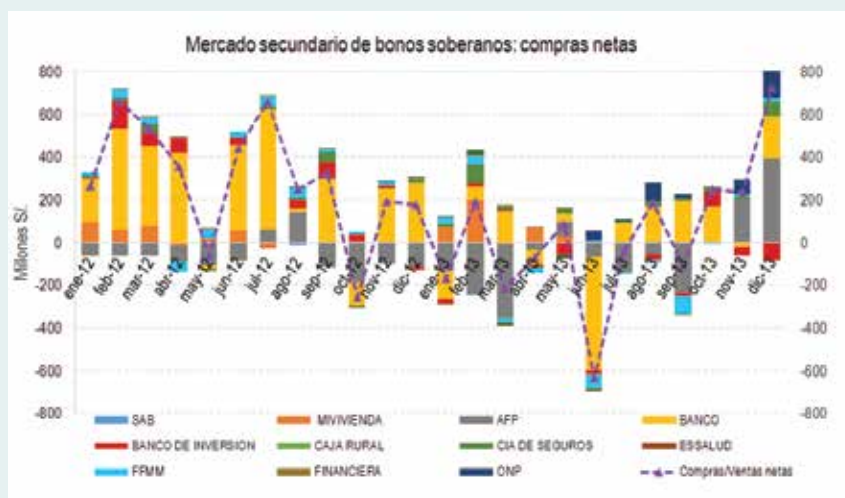
### Recuadro 7: Evolución del mercado secundario de bonos del Tesoro

Dentro de los esfuerzos que viene realizando el Gobierno para consolidar el mercado de valores de deuda pública en el Perú, se destaca el mayor desarrollo del mercado secundario como uno de los ejes principales para la obtención de los precios de mercado de los títulos que se negocian, cuyos niveles de liquidez y diversificación dependen de la rotación y de la cantidad de inversionistas que participan en estos mercados.

En el año 2013 se negociaron títulos por más de S/. 34 000 millones en el mercado secundario de valores de deuda pública y entre el cuarto trimestre del 2012 y 2013 el incremento de negociación fue del 60%, de acuerdo a la información brindada por los plataformas de negociación DATATEC y GFI. No obstante, se estima que estas cifras solo representan el 50% del total negociado que pasa por el Registro Central de Valores y Liquidaciones (CAVALI).

La evolución dinámica del mercado secundario se puede analizar a través de la evolución de las posturas compradoras y vendedoras, así como la de los saldos de compras netas. Las posturas compradoras se producen cuando un participante del mercado ingresa su oferta de venta y otro participante la acepta (compra), mientras que las posturas vendedoras se realizan cuando un participante ingresa una demanda de compra y otro la acepta (venta). La diferencia neta entre ambas posturas se denomina compra neta y su utilidad radica en que nos muestra la evolución del apetito de los inversionistas por títulos de deuda soberana.

Por el lado de las compras, se observa una mayor demanda en la mayoría de participantes del mercado hacia los últimos meses del año 2013, resaltando el ingreso al mercado secundario por parte de las sociedades agentes de bolsa y la Oficina de Normalización Previsional. Por el lado de las ventas se aprecia volúmenes de venta, aunque decrecientes, en algunos participantes como las sociedades agentes de bolsa, los fondos de pensiones y los fondos mutuos.



Fuente: MEF- DGETP.

Elaboración: MEF- DGETP.



Respecto a la evolución de las compras netas se puede observar una tendencia bajista a partir de agosto de 2012 lo cual alcanza un mínimo al cierre de junio de 2013 mostrando un saldo aproximado de S/. 636 millones, donde las ventas son mayores a las compras de títulos (ventas netas), ello concuerda con el anuncio de un futuro retiro del estímulo monetario a la economía norteamericana, lo cual generó una ola de ventas masiva principalmente por parte de los bancos, fondos de pensiones y fondos mutuos.

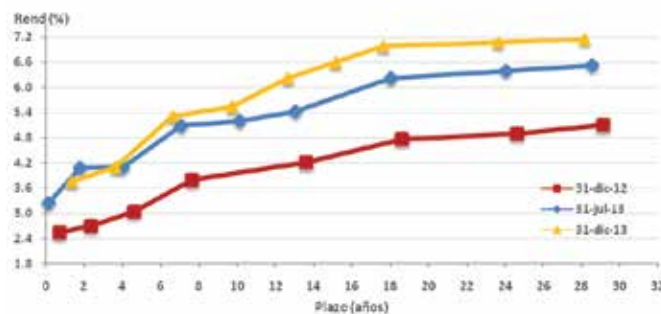
La recuperación de las compras netas se da a partir de la implementación del cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro a partir de julio de 2013, registrando en el mes de diciembre de 2013 un saldo por encima de los S/. 722 millones. Entre los sectores que destacan en este incremento están los fondos de pensiones, los bancos, la Oficina de Normalización Previsional y las compañías de seguros y entre los bonos que cuentan con mayores compras netas se encuentran los bonos 2017, 2020 y 2023. También ya se puede resaltar la participación progresiva de algunas financieras y las cajas rurales.

En el caso de las letras, como se empezaron a emitir en julio del año 2013, aún no cuentan con un mercado secundario líquido; sin embargo, las operaciones realizadas con estos títulos valores se fueron incrementando gradualmente desde S/. 2,5 millones en julio hasta S/. 50,5 millones en noviembre, mes de mayor negociación durante el año 2013. El monto total transado en el segundo semestre ascendió a S/. 172,4 millones con un promedio mensual de negociación de S/. 28,7 millones.

### c. Curva de rendimiento de bonos soberanos nominales

La menor demanda por bonos soberanos generó un incremento de la curva de rendimientos en un promedio de 132 pb entre diciembre de 2012 y julio de 2013. En la segunda mitad del año 2013 las tasas continuaron incrementándose, aunque en menor medida que el mostrado en el primer semestre, como consecuencia de la turbulencia internacional producto de la reacción de los mercados a las futuras medidas de política monetaria de las Reserva Federal. Entre julio y diciembre de 2013 la curva de rendimientos se incrementó en promedio 62 pb, principalmente en su tramo largo y más de 170 pb durante el año 2013.

**Gráfico N° 17**  
**Curva de rendimientos de los bonos soberanos nominales**



Fuente: MEF - DGETP.

#### d. Tenencia de títulos del Tesoro

La tenencia de bonos soberanos al cierre de 2013 mostró su mayor variación en términos de unidades o número de bonos<sup>44</sup> mantenidos en el rubro bancos, los cuales incrementaron su posición en 1 392 926 bonos, seguidos por los seguros y fondos públicos que incrementaron su posición en 736 892 y 728 835 bonos, respectivamente (ver Cuadro N° 16).

Aun cuando los inversionistas extranjeros no lideraron la adquisición de bonos soberanos durante el año 2013, y redujeron su posición relativa respecto del año 2012, al pasar de 56,2% a 51,9% del monto total en circulación, éste tipo de inversionistas son los que todavía tienen la mayor participación porcentual del monto total de bonos en circulación, seguidos por los fondos de pensiones y los bancos, con el 28,0% y 8,6%, respectivamente.

**Cuadro N° 16**  
**Tenencia de bonos soberanos**  
(en unidades)

Instituciones	Diciembre 2012	Diciembre 2013	Variación unidades	Variación %
AFP	9 473 970	9 861 130	387 160	4,1%
Bancos	1 625 814	3 018 740	1 392 926	85,7%
No Residentes	17 841 998	18 291 245	449 247	2,5%
Fondos privados	633 293	476 446	-156 847	-24,8%
Fondos públicos	636 112	1 364 947	728 835	114,6%
Personas naturales	796	14 380	13 584	1 706,5%
Otros	155 357	134 599	-20 758	-13,4%
Seguros	1 355 281	2 092 173	736 892	54,4%
<b>Total</b>	<b>31 722 621</b>	<b>35 253 660</b>	<b>3 531 039</b>	<b>11,1%</b>

Fuente: CAVALI.

### 6.3 Evaluación de las proyecciones efectuadas

El año 2013 estuvo caracterizado por eventos poco favorables para los mercados financieros de los países emergentes, como los generados por el anuncio y luego el inicio de la moderación de la expansión monetaria y la crisis política en torno a las negociaciones fiscales y el techo de endeudamiento en EEUU y posibles complicaciones con el sistema financiero de China y los temores de su desaceleración. Estos eventos conllevaron a una alta volatilidad para los mercados financieros. A pesar de este contexto, la gestión de la deuda pública pudo mantener todas las líneas básicas previstas en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013 -2016.

<sup>44</sup> Cada bono tiene un valor facial de S/. 1 000, que es el valor del principal a pagar en el vencimiento, independientemente del precio al cuál se vendan, mientras que cada letra del Tesoro tiene un valor facial de S/. 100.

**Cuadro N° 17**  
**Evaluación de las proyecciones de indicadores de la deuda bruta del Gobierno Central**  
**contempladas en el PAEAD 2013**

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2013 <sup>1/</sup>	Resultado final alcanzado al cierre diciembre 2013
Porcentaje de soles en el saldo bruto	51,1% - 58,1%	50,4%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	82,1% - 83,3%	81,8%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	46,5% - 53,2%	45,4%
Vida media (años)	13,0 - 13,5	12,7
Reprecio medio (años)	11,9 - 12,5	11,7
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses	4,6% - 4,5%	4,2%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local	80,4% - 83,7%	83,2%

Fuente: MEF-DGETP.

<sup>1/</sup> El rango previsto se proyecta a partir de los escenarios pesimista y optimista proyectados. En este cuadro, la proyección de los tres primeros indicadores publicados en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016 fueron ajustados para excluir a la Oficina Nacional de Pensiones, igual que en el resto de indicadores.

Así, en el primer semestre de 2013 se realizaron dos operaciones de administración de deuda que permitieron reemplazar obligaciones que se habían adquirido con el Banco Mundial y con el Banco Interamericano de Desarrollo en dólares estadounidenses y a tasa de interés variable a cambio de bonos soberanos emitidos en el mercado local en soles y a tasa de interés fija. En el segundo semestre se dio inicio a las subastas ordinarias de bonos soberanos y letras del Tesoro para lo cual se aprobó un calendario de colocaciones quincenales para bonos que fueron definidos como referencia y para las letras del Tesoro a plazos de 3, 6, 9 y 12 meses. Estas acciones permitieron seguir mejorando la estructura de vencimientos, monedas y costos de la deuda bruta del Gobierno Central.

Con estas acciones, los resultados alcanzados en los indicadores sobre la gestión de la deuda al cierre del período se encuentran muy cerca al límite inferior del rango determinado por el escenario pesimista en el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2013 (PAEAD 2013) a principios del año 2013 cuando se mantenían expectativas favorables respecto al desarrollo de la economía mundial, pero por encima de los resultados para el escenario de estrés que se había previsto. Los resultados obtenidos responden en parte a la no ejecución de algunas de las operaciones de administración de deuda planeadas para el año 2013 debido principalmente a la alta volatilidad observada en las tasas de interés y los tipos de cambio en los países emergentes (ver Cuadro N° 17).

No obstante, la estructura de la deuda continuó mejorando, especialmente en lo que se refiere a la proporción de deuda bruta en soles del Gobierno Central que se incrementó de 47,3% en diciembre de 2012 a 50,4% al cierre de 2013, a pesar de la depreciación del sol. Asimismo, el porcentaje de financiamiento pagado en soles se incrementó en 2013 hasta ubicarse muy cerca al límite superior del rango previsto, alcanzando el 83,2%, mientras que el nivel de tasa de interés fija sigue siendo alto y denota una posición de bajo riesgo frente a las potenciales fluctuaciones de las tasas de interés. El valor del indicador para volver a fijar tasas de interés refuerza esta apreciación.

## 7. ESTRATEGIA 2014 - 2017

A continuación se detallan algunas de las acciones públicas más relevantes de la estrategia a implementarse entre los años 2014 y 2017:

### 7.1 Gestión de activos

En la gestión de activos, la estrategia está dirigida a constituir y preservar reservas de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad financiera, implementar una gestión contracíclica de las inversiones proveyendo liquidez a los tenedores de valores de deuda pública, implementar una gestión activa de caja con mayor competencia, diversificación y transparencia, optimizar el crédito público directo concedido y evaluar continuamente la sostenibilidad del crédito público indirecto a conceder y de la contragarantía que lo respalde, independientemente de la deuda o de los fondos que los financien, 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 las inversiones.

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

#### a) Constitución y preservación de reservas de liquidez 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 implica necesariamente el aseguramiento preventivo de su liquidez ante eventuales situaciones de estrés que pudieran devenir en crisis de liquidez, sean individuales o sistémicas. Estas reservas de liquidez son dos: la reserva primaria de liquidez manejada básicamente con depósitos para enfrentar las variaciones estacionales de los flujos de caja en situaciones normales y la reserva secundaria de liquidez invertida en activos líquidos para hacer frente a situaciones de estrés que, si no se atienden adecuadamente, podrían generar situaciones de posible crisis (ver Recuadro N° 8). El uso de ambas reservas estará calibrado a través de un plan de contingencia de liquidez que será aprobado por el Comité de Gestión de Activos y Pasivos, para cuando los ingresos ordinarios puedan ser temporalmente insuficientes o cuando los mercados para captar fondos puedan haberse cerrado, de modo que se pueda seguir atendiendo todos los compromisos presupuestarios previamente aprobados para tiempos normales, evitando que la política fiscal actúe en forma procíclica y dejando los ahorros del Fondo de Estabilización Fiscal para escenarios más severos.

**Recuadro 8: Estimación de la reserva secundaria de liquidez**

Tomando en cuenta el artículo 6° de la Ley 28693, Ley General del Sistema Nacional de Tesorería, se estimaron dos componentes para la reserva secundaria de liquidez. 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 pueden 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 macroeconómica, se utilizaron las proyecciones del Marco Macroeconómico Multianual.

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.

Reservas (en millones de S/.)	MCO	MCE	Simulación Montecarlo
Estimación para ingresos por recursos ordinarios	14 242	10 647	11 142
Estimación para iliquidez en el mercado secundario		11 385	
Reserva Secundaria de Liquidez	25 627	22 032	22 527
<b>Reserva Secundaria de Liquidez / PBI</b>	<b>4,24%</b>	<b>3,65%</b>	<b>3,73%</b>

Para el segundo componente, fue necesario estimar el monto necesario que se debería mantener para estabilizar el mercado de deuda pública ante una eventual situación de crisis. Se analizó el comportamiento del número de transacciones y los montos negociados diarios en el mercado secundario de bonos. Se construyó una función de distribución que mejor se ajuste a los datos, para un periodo representativo, y se calcularon intervalos de confianza al 95% empleando una simulación de Montecarlo. En base a los resultados del intervalo, se analizaron los valores de referencia “normales” para el número de transacciones diarias y el monto “promedio” negociado con los que se ajustó toda la muestra de observaciones que se alejaban de estos valores referenciales.

Considerando ambos componentes, el monto total estimado para la reserva secundaria de liquidez estaría entre S/. 22 032 millones y S/. 25 627 millones monto que sería cubierto por el total de activos financieros disponibles del Gobierno Central al cierre del 2013.

**b) Gestión del ahorro acumulado en el Fondo de Estabilización Fiscal sobre una base estratégica como parte de una gestión global de activos y pasivos**

Según las nuevas modificaciones legales introducidas, los lineamientos y directrices de inversión del Fondo de Estabilización Fiscal, y sus modificaciones, deben ser consistentes con el marco de la estrategia de gestión global de activos y pasivos del Tesoro Público. Dado el nivel de ahorro

acumulado en el Fondo de Estabilización Fiscal, su inversión deberá incorporar una visión de más largo plazo, con una segmentación estratégica en función a sus respectivos horizontes de utilización esperados y a una clara diversificación de monedas y mercados del exterior, buscando preservar su capacidad adquisitiva y rentabilidad en el tiempo, para lo cual se preferirán las bajas correlaciones entre las alternativas de inversión y una gestión pasiva para reducir costos de gestión y hacer más transparente y fácil su rendición de cuentas. Se realizará un estudio para contrastar su composición óptima en el tiempo, según la experiencia internacional, y en armonía con los demás lineamientos aquí establecidos.

**c) Gestión contracíclica de las inversiones y provisión de una liquidez mínima a los tenedores de títulos del Tesoro para reducir la aversión al riesgo**

Se empezará a realizar operaciones de recompra y reventa de una canasta de valores de deuda pública como un participante más en el mercado, con el fin explícito de ayudar a reducir selectivamente la volatilidad de la curva de rendimiento y a rentabilizar los ahorros generados en los periodos favorables del ciclo, operaciones que al mismo tiempo generarán una mayor liquidez en el mercado de valores de deuda pública de manera contracíclica, contribuyendo de esta forma a mantener la estabilidad financiera. Para ello, cuando la frecuencia de negociación de los títulos del Tesoro mantenga una tendencia decreciente por debajo de los objetivos establecidos como meta y la curva de rendimiento se encuentre fuera del rango dinámico de equilibrio, indistintamente se efectuarán subastas especiales de recompra o reventa o se utilizarán los módulos de negociación de los mecanismos centralizados de negociación de valores de deuda pública, asegurando una periódica referencia de precios de mercado y un periódico nivel mínimo de liquidez permanente para los tenedores de dichos valores. Los valores, objeto de recompra, después podrán ser revendidos por el Tesoro en el mercado como parte de sus demás operaciones de tesorería, con o sin subasta de reventa, salvo que luego puedan ser 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, sin incurrir en los mayores costos tradicionales de su tercerización. Trimestralmente el Tesoro anunciará al mercado su análisis de mercado y publicará su intención de participación para apoyar su mayor desarrollo.

**d) Mayores competencia, diversificación y transparencia en las subastas de depósitos de fondos públicos**

Con el nuevo reglamento de depósitos aprobado se amplió 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 seguirán rebalanceando

los límites máximos por contraparte en función del ratio de suficiencia de capital regulatorio y se implementará la aplicación de la calificación de riesgo ajustada por su exposición al riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario, es decir, ajustada en función al nivel de dolarización de las entidades de crédito elegibles como emisores de los instrumentos permitidos, de modo que dichos fondos se hallen menos expuestos a entidades vulnerables al riesgo sistémico de la dolarización crediticia (ver Recuadro N° 9), a medida que también se implementen los límites para depósitos colateralizados. La mejora en la rentabilidad de dichos fondos permite generar ingresos adicionales por transferencia de riqueza del sector privado al sector público, como se hace en otros países. Las subastas se realizan por medios electrónicos centralizados del propio Tesoro, lo que permite asegurar el aumento de la transparencia, la competencia y la diversificación.

#### Recuadro 9: Calificación de riesgo de crédito ajustada por riesgo cambiario

La Resolución Directoral N°016-2012-EF/52.03, Anexo 1 “Lineamiento para la Gestión Global de Activos”, punto 12 (elegibilidad y límites por contraparte), señala que para determinar por defecto el límite o cupo máximo global que se tendrá con cada entidad financiera se empleará su calificación de riesgo ajustada por el riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario, además de su ratio de suficiencia de capital publicado por la Superintendencia de Banca Seguros y AFP.

Esto implica que en caso una entidad financiera tenga su cartera crediticia con un nivel de dolarización mayor al objetivo establecido en los lineamientos de política financiera aprobados en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, su calificación de riesgo será ajustada hacia abajo. De esta manera se desincentiva directamente la dolarización crediticia, una de las principales vulnerabilidades observadas como limitante para mejoras adicionales en la calificación de riesgo soberano, a través de su interiorización en el acceso de las entidades financieras a fondos públicos. En el cuadro se observa los factores de calibración a utilizar en el ajuste de las calificaciones de riesgo:

##### Factores de calibración para las calificaciones de riesgo

Dolarización de la cartera crediticia de la entidad financiera	Factor de calibración
Hasta 15,0%	0
Hasta 30,0%	-1
Hasta 45,0%	-2
Más de 45%	-3

Para obtener la calificación de riesgo ajustada se requerirá también como insumo las actuales calificaciones de riesgo en escala local asignadas a las entidades financieras locales por las agencias de riesgo locales Apoyo, Equilibrium, PCR y Class Rating. A cada calificación de riesgo se le asignará un valor cuantitativo (del 1 al 9) otorgando un valor mayor a las calificaciones más altas:

##### Escala cuantitativa para las calificaciones de riesgo

Calificación en escala cualitativa	Calificación en escala cuantitativa
A+	9,0
A	8,0
A-	7,0
B+	6,0
B	5,0
B-	4,0
C+	3,0
C	2,0
C-	1,0

De esta forma, para obtener la calificación de riesgo ajustada, a la actual calificación de riesgo que tenga la entidad financiera se le descontará el factor de calibración según el nivel de dolarización de su cartera crediticia. Por ejemplo, si una entidad financiera con calificación de riesgo de A+ tuviera una dolarización de su cartera crediticia mayor al 45,0% entonces la calificación de riesgo de esta entidad sufrirá una disminución en 3 subcategorías (dado que el factor de calibración es de -3) siendo su calificación de riesgo ajustada al riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario de B+.

#### e) Optimización de la concesión de crédito público directo financiado con deuda proveniente de organismos financieros en función a los ciclos

La utilización del financiamiento por concertar ofrecido por los organismos financieros internacionales a través de créditos públicos concedidos por el Gobierno Central a otras entidades públicas en adelante será armonizada con el objetivo de la Estrategia de profundizar el desarrollo del mercado de valores local y de fomento del ahorro interno, como ya lo han hecho desde hace tiempo otros países. Esto implica que en etapas de estabilidad financiera se priorizará el financiamiento otorgado con la emisión en el mercado de valores local para buscar la reducción de la deuda externa y liberar las líneas de crédito concedidas a la República para que a su vez puedan estar disponibles para eventualmente ser utilizadas de manera contingente en los tiempos o ciclos de restricción de liquidez o de volatilidad de los mercados financieros en función a las necesidades particulares de las otras entidades públicas, pues, precisamente uno de los objetivos de estos organismos es aportar un financiamiento contracíclico a sus miembros. Asimismo, las diversas entidades del sector público podrán contratar asesoría técnica especializada y beneficiarse de la provisión de servicios especializados en banca de desarrollo para la implementación de proyectos y programas de crédito público que otorgue el Tesoro contra su debida aprobación presupuestal y que no requieran la contratación de deuda pública para su fondeo.

#### f) Priorización de la concesión de crédito público directo en moneda local en proyectos de desarrollo de infraestructura a nivel nacional

En el marco de las metas e indicadores de desempeño de las Políticas Nacionales de Obligatorio Cumplimiento, la mayoría de los desembolsos de créditos públicos concedidos por el Gobierno Central a otras entidades o unidades institucionales de la Hacienda Pública será priorizado para infraestructura a nivel nacional y se continuará financiando de manera tal que el plazo promedio del crédito directo concedido sea menor que la vida promedio útil de los activos reales construidos netos de depreciación, con el fin de asegurar su sostenibilidad<sup>45</sup>. Para la ejecución de tales proyectos

<sup>45</sup> En sentido estricto, si la regla de oro prohíbe el endeudamiento para financiar los servicios corrientes que proporciona el Gobierno y si se acepta que el devengo de los "gastos" es el mejor indicador contable de los costos de prestación de los servicios corrientes, entonces lo lógico es que la regla de oro exija el equilibrio del presupuesto por devengo a lo largo del ciclo económico. Es decir, la regla de oro permitiría que sólo la inversión "neta", y no la inversión "bruta", sea financiada con deuda. Así, la depreciación de la inversión se debe cubrir con ingresos y de ninguna manera con deuda. Ver Khan y Mayes (2009) "Transición a la contabilidad en base de devengo".



se podrá usar créditos puente a través de la banca de desarrollo local<sup>46</sup>, o fondos financiados con deuda pública obtenida de organismos financieros internacionales, los mismos que después podrán ser consolidados por operaciones de administración de deuda 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 los bonos de referencia considerados en la estrategia de emisión o utilizando como puente los propios excedentes temporales de libre disponibilidad que se mantengan, optimizando los costos de oportunidad involucrados.

**g) Evaluación continua de la sostenibilidad del crédito público indirecto otorgado y por otorgar con avales, fianzas y otras garantía financieras**

Para ello se hará una evaluación y seguimiento del riesgo de crédito que se asuma al otorgar avales, fianzas y otras garantías, así como de la suficiencia de contragarantías que se necesiten constituir para respaldar la capacidad de pago de la contraparte involucrada que no podrá pertenecer al sector privado salvo que se halle en los relativos a los procesos de inversión público-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 que pongan en riesgo la sostenibilidad de la deuda pública neta, la moneda en la que se otorguen los nuevos créditos indirectos deberá estar necesariamente 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 de los ingresos del gobierno regional o gobierno local concedente, ya sea en términos de soles nominales o de soles reales, en línea con las mejores prácticas internacionales (ver Recuadro N°3).

## 7.2 Gestión de pasivos

En la gestión de pasivos, la estrategia está dirigida a incrementar la diversificación de los tenedores de la deuda, a generar más frecuentes 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 estabilizar el pago de intereses de toda la deuda en el tiempo, a reducir el nivel de dolarización de la deuda bruta, a incrementar el tamaño del mercado de valores de deuda pública en soles para reducir la deuda externa, a mitigar en forma oportunista el futuro riesgo de liquidez que pueda generar la concentración excesiva de vencimientos, y a mejorar en forma flexible el costo financiero asociado al riesgo de tasa de interés que innecesariamente pudiera generar un volumen de refinanciación más alto para los mercados financieros.

<sup>46</sup> Corporación Financiera de Desarrollo y Banco de la Nación.

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

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

Los nuevos reglamentos de letras y de bonos ya les permiten ingresar directamente con propuestas competitivas (poniendo su rendimiento mínimo solicitado en la forma tradicional) en las subastas ordinarias del Tesoro en el mercado primario a las agencias de bolsa, las aseguradoras, los fondos de pensiones, los fondos mutuos, los fondos de inversión, los fondos en fideicomiso, las cajas municipales, las compañías de seguros, entre otras, dándoles por primera vez la oportunidad de generar mayor competencia y dinamizar los diferentes segmentos o nichos de este mercado de valores de deuda pública en moneda local. Asimismo, las empresas públicas y las demás entidades del Sector Público podrán participar también en las subastas de letras y bonos, pero con propuestas no competitivas (aceptando adjudicarse al rendimiento promedio que se determine en la subasta) que individualmente no superen el 5% del monto referencial de cada valor subastado. Para ello, igual que las entidades financieras, previamente deberán haber enviado su solicitud de autorización con los poderes y firmas autorizadas correspondientes, indicando el medio por el cual enviarán sus propuestas (electrónico, sobres o facsímil).

**b) Oferta de letras del Tesoro para completar la parte corta de la curva soberana en soles e incentivar el ahorro interno del mercado minorista profesional**

El mantenimiento de la parte corta de la curva soberana en moneda local es una función clave para que tanto las empresas del sector real como las del sector financiero puedan tener una más frecuente referencia periódica para mejorar su acceso al mercado de valores de deuda privada local, facilitándoseles la futura emisión de certificados, letras, pagarés y papeles comerciales. Actualmente, debido a que el saldo máximo de letras del Tesoro posible a emitir aún es reducido, todavía no existe un mercado secundario líquido donde los inversionistas puedan adquirir estos títulos entre subasta y subasta (cada tipo de letra se ha venido subastando una vez al mes), pues, la mayoría de inversionistas lo adquieren en el mercado primario a vencimiento. Así, para dar un mayor acceso, se buscará incrementar progresivamente el monto y la frecuencia de las subastas ordinarias, que tienen como función específica desarrollar el mercado, para los mismos plazos representativos de 3, 6, 9 y 12 meses (4 vértices, 2 vértices por semana, primero una vez y luego dos veces al mes) por un monto referencial no mayor de S/. 20 millones por cada uno y por un saldo total que no excederá los S/. 600 millones al cierre de 2014, saldo que se espera incrementar en los siguientes años. Las emisiones se continuarán haciendo de forma atomizada para incentivar, al mismo tiempo, el ahorro interno del mercado minorista profesional por medio de instrumentos

que, por su naturaleza, tienen una muy baja exposición al riesgo de mercado y cumplen el papel de activo libre de riesgo de crédito, en un mercado que hasta mediados de 2013 permanecía fragmentado y sin real acceso al mercado de valores de deuda pública. Así, salvo que se anuncie algo diferente, cada participante final podrá adjudicarse hasta S/. 500 mil por cada tipo de letra del Tesoro por vez que se subaste (ver Anexo N° 6).

#### Recuadro 10: Nuevo reglamento de letras del Tesoro

El Reglamento de Letras del Tesoro Público fue aprobado el 14 de marzo de 2013 vía Decreto Supremo N° 051-2013-EF, viéndose materializada una de las más importantes iniciativas del Tesoro en su compromiso con el desarrollo del mercado de títulos públicos en moneda local. En dicho reglamento se fomenta la amplia participación de los diversos segmentos del mercado, en particular, el segmento de inversores minoristas. Del mismo modo, se introducen una serie de buenas prácticas para la realización de las subastas en el mercado primario, incentivando la competencia, la equidad y la transparencia, factores clave para construir un mercado sólido y bien estructurado.

Entre las principales características contempladas en este reglamento destacan: i) la baja denominación nominal de los instrumentos de S/. 100, ii) la elección de plazos representativos de 3, 6, 9 y 12 meses, iii) la modalidad de adjudicación mixta de las subastas, mitad a precio único, mitad a precio múltiple, iv) el establecimiento de límites de adjudicación por contraparte, no más de 10% por cuenta propia de cada entidad de crédito o de valores, ni más de 2,5% por cuenta de cada tercero, v) la utilización de mecanismos centralizados de negociación, siendo la Bolsa de Valores de Lima en primera instancia dicho mecanismo, vi) la supervisión de las operaciones por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores, para garantizar las buenas conductas de mercado, entre otras.

Las medidas propuestas para el desarrollo de este mercado se orientan a cumplir un doble objetivo. Por un lado, se orientan a forjar los cimientos para el establecimiento de referencias de rendimientos para los plazos menores a un año de la curva soberana local, y que esta sirva de incentivo para el desarrollo de un mercado de emisiones privadas de corto plazo, contribuyendo al desarrollo del mercado de valores. De manera complementaria, el desarrollo del mercado de letras del Tesoro se orienta al cumplimiento de las reformas en materia de inclusión financiera del Gobierno, ya que permite poner a disposición de inversionistas de menor tamaño, instrumentos de deuda pública a los cuales no solían tener acceso, permitiéndoles balancear sus portafolios de manera adecuada, sobre todo, en momentos de alta volatilidad.

#### c) 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 su costo financiero con el dinamismo que enfrentan sus precios de venta y el valor real de sus activos fijos en el largo plazo. Para el sector gubernamental, la ventaja de dichos valores es que, al estar correlacionados con la evolución de largo plazo de la recaudación tributaria, facilitan la estabilización del ratio de deuda y del ratio de servicio de deuda sobre producto interno

bruto, proveyendo, además, información útil sobre las expectativas de inflación en los mercados. Sin embargo, debido a la actual gran escasez de este tipo de instrumentos, los bonos indexados una vez adquiridos en el mercado primario difícilmente vuelven a ser negociados en el mercado secundario, pues, los pocos que se emiten son adquiridos básicamente para calzar brechas a vencimiento y no tienen una escala ni liquidez suficiente para que puedan ser parte de una cartera de negociación. Así, en tanto el mercado de estos instrumentos se reactiva, para tener más señales frecuentes de precios válidos y sostener una curva de rendimientos en soles reales completa más líquida, se incrementará el número de subastas y el número de bonos subastados. Por esa razón, en las subastas ordinarias se emitirá bonos representativos de los plazos de 10, 15, 25 y 40 años (4 vértices, 2 vértices por semana, 2 veces al mes) con un monto de referencial no menor de S/. 20 millones para cada uno. Así, salvo que se anuncie algo diferente, cada participante elegible que no ostente la condición de creador, podrá adjudicarse directamente hasta S/. 3 millones por cada uno de los dos bonos que se subasten cada semana. Estos bonos también serán objeto de subastas especiales que se anunciarán trimestralmente dirigidas a promover la reducción del creciente déficit de instrumentos de inversión que tiene el cada vez más grande mercado de pensiones y rentas vitalicias. Con ello, también se espera poder ayudar a crear nuevas oportunidades de diversificación en el mercado de valores de deuda local, tanto para emisores como para inversionistas, sin que ello implique en absoluto buscar la masiva indexación de la deuda pública.

#### d) 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 subastas ordinarias del Tesoro, se emitirán semanalmente bonos de referencia en soles nominales representativos de los plazos de 3, 9, 15 y 40 años (4 vértices, 2 vértices por semana, 2 veces al mes) por un monto referencial no menor de S/. 20 millones cada uno. Así, salvo que se anuncie algo diferente, cada participante elegible, que no ostente la condición de creador, podrá adjudicarse directamente hasta S/. 3 millones por cada uno de los dos bonos que se subasten cada semana. En este caso, el incremento en la frecuencia de emisión también obedece a la necesidad de mantener el impulso para el desarrollo del mercado, a la mayor demanda de activos líquidos para cumplir con requerimientos regulatorios y a la intención de evitar tener que declarar desiertas las subastas aún en tiempos de excesiva volatilidad como los observados, los que probablemente se seguirán produciendo en el corto plazo, y porque la experiencia internacional también sugiere que hay una correlación positiva entre una mayor frecuencia de subastas ordinarias y una mayor profundidad del mercado de valores, en contraste con el limitado desarrollo y mayor vulnerabilidad que se logra con subastas basadas únicamente en función a la oportunidad de los mercados. Sin perjuicio de ello, los bonos de referencia de las subastas ordinarias también serán objeto de emisión en las subastas especiales que trimestralmente puedan anunciarse. En cualquier caso, los bonos de referencia se continuarán

emitiendo en subastas ordinarias y subastas especiales generales en tanto su saldo vivo no supere los S/. 4 000 millones. En caso que se superaran dichos saldos, se empezará a emitir cualquier de las futuras referencias a 5 y a 7 años. Para operaciones de administración de deuda, se podrá utilizar tanto los actuales como los futuros bonos de referencia, siempre que el saldo vivo de cada uno no supere los S/. 4 000 millones.

### Recuadro 11: Nuevo reglamento de bonos del Tesoro

El mercado de deuda soberana local ha ido expandiéndose paulatinamente durante los últimos años, captando un creciente interés por parte de inversionistas locales y extranjeros, con lo cual la exigencia de mayores estándares se hace cada vez más necesaria. Para lograr ello, ha sido fundamental introducir una serie de mejoras cualitativas en la normatividad vigente sobre los valores de deuda soberana que permita acortar brechas con los mercados de deuda más desarrollados.

En ese marco, reconociendo la importancia del mercado de deuda pública como pilar del desarrollo de los mercados financieros, se aprobó el nuevo reglamento de bonos con el objetivo de profundizar su desarrollo y garantizar la estabilidad de la curva de rendimiento soberana.

Dentro de las novedades contempladas en dicho reglamento destacan:

- La realización de subastas ordinarias, bajo un calendario anual establecido, y la realización de subastas especiales, según las ventanas de oportunidad del mercado.
- La negociación de los títulos de deuda pública a través de mecanismos centralizado de negociación, bajo la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores.
- La obligatoria liquidación de las operaciones bajo la modalidad de entrega contra pago.

En cuanto a las subastas, resaltan las siguientes nuevas características:

- El acceso a entidades, debidamente acreditadas, que no necesariamente sean creadores de mercado. En ese sentido, pueden participar directamente en las subastas sociedades agentes de bolsa, compañías de seguro, fondos de pensiones, fondos mutuos, cajas municipales, entre otras.
- Se pueden presentar propuestas competitivas y no competitivas. En el primer caso el participante presenta el rendimiento con el que está dispuesto a competir, pudiendo no alcanzar adjudicación, en el segundo caso el participante acepta adjudicarse al rendimiento promedio de la subasta.
- La modalidad de adjudicación es de subasta mixta, combinando elementos de la subasta uniforme (precios únicos) con elementos de la subasta discriminatoria (precios múltiples). Al existir adjudicaciones a distintos precios, se favorece la negociación secundaria de los títulos.
- Se establecen límites de adjudicación por contraparte para evitar la concentración en pocas manos: máximo 15% del monto referencial con propuestas competitivas para cada entidad elegible.

A través de las medidas contempladas se ratifica el compromiso del Tesoro público de promover y garantizar un mercado de valores de deuda pública en moneda nacional más accesible, transparente, líquido y competitivo.

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

Con el objetivo de seguir facilitando los pronósticos macroeconómicos y la programación del servicio de la deuda, salvo casos puntuales excepcionales, todos los nuevos bonos que se emitan por primera vez seguirán siendo 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 de valores de deuda pública en situación de equilibrio y que también son coherentes con la meta de inflación vigente en el Perú para el sol, la que a su vez es similar a las metas de inflación, implícitas o explícitas, de los países emisores de divisas como el dólar, el euro y, más recientemente, el yen. Los nuevos bonos en soles nominales que se creen 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 segregación de cupones y el perfilamiento dinámico del servicio de la deuda en el tiempo, minimizando costos de transacción.

**Recuadro 12: Demanda estructural promedio de bonos soberanos 2014-2017**

De acuerdo al marco de reglas existentes en el mercado de deuda pública hasta 2013, se ha estimado la demanda estructural de bonos soberanos para el periodo 2014-2017 por parte de los principales inversionistas institucionales (fondos de pensiones, fondos mutuos, seguros y entidades bancarias) en base a una estimación del crecimiento de sus portafolios de inversión y la participación promedio que han tenido los bonos soberanos en estos portafolios.

Esta cuantificación es importante porque da una visión más clara de la viabilidad real de financiar en moneda local de las necesidades financieras del sector público, además de permitir prever el ritmo al que se podría ir modificando e incrementando la composición de la deuda denominada en soles, tanto con nuevas emisiones como con algunas operaciones de administración de deuda, si no se introducen cambios importantes. En el siguiente cuadro se puede apreciar el monto promedio anual de demanda estructural de bonos estimada para el periodo 2014-2017 y los montos máximos que alcanzaría al nivel de confianza de 80%, 90% y 95%:

Años	Monto promedio	Al 80%	Al 90%	Al 95%
2014	2 719	3 441	3 898	4 305
2015	3 732	4 409	4 600	4 826
2016	3 087	3 889	4 066	4 316
2017	4 721	5 669	5 837	6 119

Por otro lado, en el siguiente cuadro se puede apreciar las participaciones que tienen al cierre de 2012 los bonos soberanos locales en los portafolios de los principales inversionistas institucionales en Brasil, México y Colombia, observándose aún una brecha notoria:

Instituciones	Brasil	México	Colombia	Perú
Bancos	28%	12%	34%	2%
AFP	15%	44%	17%	13%
Seguros	30%	31%	15%	11%
Fondos mutuos	40%	37%	7%	4%

Por consiguiente, si la participación de los bonos soberanos emitidos por la República en los portafolios de los principales inversionistas institucionales locales alcanzará el nivel observado en los otros países, la demanda estructural por bonos soberanos más que triplicaría el promedio estimado, lo que indica que existe espacio suficiente para, sin incrementar el saldo absoluto de la deuda pública, seguir incrementando la participación de la deuda pública en valores en moneda nacional.

Años	Monto promedio base	Similar a Colombia	Similar a Brasil	Similar a México
2014	2 719	10 056	10 326	14 540
2015	3 732	12 469	12 712	17 388
2016	3 087	12 821	12 946	18 072
2017	4 721	15 292	15 412	20 975

f) **Suavizamiento del perfil de vencimientos de la deuda a través de intercambios periódicos para evitar excesivas concentraciones de vencimientos**

Se realizarán anuncios trimestrales sobre la posibilidad de efectuar subastas especiales de intercambio de valores de deuda pública en moneda nacional con el propósito de mejorar el perfil de vencimientos de la deuda bruta, incrementando el saldo de los nuevos valores calificados como bonos de referencia y, al mismo tiempo, reduciendo el saldo de los valores que presentan concentraciones de vencimiento por encima de los S/. 4 000 millones o de los que tengan un vencimiento residual menor de 2 años. Estas operaciones serán ofrecidas de manera flexible, con propuestas competitivas y no competitivas, con el objetivo de facilitar a cada tipo de inversionista una oportunidad de rebalanceo de sus tenencias en función a los perfiles u objetivos de sus carteras. En el futuro, cuando el registro a costo amortizado de los valores a intercambiar sea menor que el precio de mercado de los nuevos valores, y el análisis económico de largo plazo y el cumplimiento de los objetivos, metas, políticas y tácticas lo justifiquen, se buscará emitir hasta por el equivalente que se recibe, de modo que, si el Comité de Gestión de Activos y Pasivos lo autorizara, la diferencia será pagada en efectivo como parte de la operación de administración de deuda y con cargo al servicio de la deuda.

g) **Reducción gradual de la deuda externa mediante subastas especiales, en forma complementaria, pero independiente de las subastas ordinarias**

Para cumplir las políticas, objetivos y metas aprobadas, se irá haciendo una sustitución gradual de deuda externa, tanto por adeudos como por valores emitidos, por deuda interna en soles emitida

mediante diferentes subastas especiales que serán anunciadas periódicamente y se realizarán en una o más partes, en forma complementaria, pero independiente de las subastas ordinarias para el desarrollo del mercado. Para ello se priorizará la deuda externa de mayor costo y riesgo relativo existente, bajo una visión de largo plazo, utilizando para su prepago la emisión de los valores de deuda pública en soles calificados como de referencia en la estrategia de emisión vigente. Para tener la mayor flexibilidad posible para ejecutar las operaciones de prepago, cuando las condiciones de mercado puedan no ser favorables para poder emitir en el mercado interno todo el monto requerido, el Tesoro utilizará transitoriamente los fondos que gestiona, sin necesidad de incurrir en mayores gastos financieros, los mismos que serán restituidos con las sucesivas subastas especiales, en una o más partes. En el futuro, cuando el registro a costo amortizado de los adeudos o valores a prepagar sea menor que el precio de mercado de los nuevos valores de deuda pública en soles, y el análisis económico de largo plazo y el cumplimiento de los objetivos, metas, políticas y tácticas lo justifiquen, sólo se emitirá hasta por el equivalente que se prepagó y la diferencia será cancelada en efectivo como parte de la operación de administración de deuda y con cargo al servicio de la deuda, siempre que dicha diferencia se compense sustancialmente con las ganancias por tipo de cambio generadas desde su registro contable original respectivo.

### 7.3 Gestión de tesorería

En la gestión de tesorería, la estrategia está dirigida a recaudar los ingresos directamente de los contribuyentes, rentabilizar los flujos de dinero que temporalmente no se gasten desde el primer día, a suavizar el impacto sobre la liquidez de fondos del sistema por las subastas de títulos del Tesoro y proveer la liquidez de títulos del Tesoro antes de que se subasten.

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

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

A nivel internacional, la función de todo Tesoro es pagar financieramente todas las obligaciones del Estado al que se debe y recaudar financieramente todos sus derechos, así como hacerse cargo de la gestión de la tesorería, de sus ahorros y de su deuda. Por consiguiente, la recaudación de sus derechos tributarios y no tributarios se deberá efectuar directamente en las diferentes cuentas que en cada entidad de depósito (bancos, cajas, etc.) mantenga el Tesoro a su nombre, recaudación que se deberá reflejar directa y detalladamente en sus propios estados financieros, según las normas internacionales de contabilidad, lo que también facilitará el proceso de seguimiento y control del proceso de recaudación a nivel de Gobierno Central, sin afectar la respectiva asignación



presupuestaria. Para ello se contará con la experiencia y asesoramiento de funcionarios públicos de otros países miembros del Foro de Tesorerías Gubernamentales de América Latina al que el Perú pertenece y es miembro fundador, así como la periódica asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional y apoyo de la propia Cooperación Suiza - SECO.

**b) Implementación de una gestión activa de las diferencias temporales entre ingresos y egresos usando títulos del Tesoro como colaterales**

Se empezará a implementar una gestión activa de caja con el fin de mejorar la rentabilidad de los fondos públicos y, al mismo, tiempo crear una demanda derivada para los propios títulos del Tesoro que se utilizarán como colateral, aprovechando los excedentes de liquidez que naturalmente se generan por las diferencias temporales entre los ingresos por recaudación y los egresos por ejecución del presupuesto durante el año. De este modo, en el sistema bancario sólo habrá un cambio de titularidad de los fondos existentes en la cuentas bancarias (del público al Tesoro y del Tesoro al público) que mantienen las entidades de depósito (bancos, cajas, etc.), disminuyendo el impacto desfavorable que hoy generan dichos descalses sobre la liquidez del sistema a lo largo del año, en línea con las mejores prácticas internacionales ya implementadas en otros países más avanzados, los que subastan de manera genérica la participación sobre cualquier excedente que el Tesoro no haya gastado hasta determinada hora de cada día.

**c) Oferta temporal de liquidez a los compradores de letras y bonos de referencia a través de operaciones de reporte**

Todas las entidades financieras que sean elegibles para participar en las subastas del Tesoro, y lo hagan de manera competitiva contribuyendo a mantener la estabilidad de las tasas de interés, podrán captar fondos a través de reportes de dinero usando como colateral en letras y bonos de referencia que hayan sido objeto de subastas ordinarias o especiales. Esta facilidad también permitirá que, con un pago inicial, se pueda adjudicar títulos del Tesoro financiados a plazos de hasta 24 meses, con la opción de cancelarlos de manera anticipada, bajo ciertas condiciones, ya sea con propuesta competitiva o con propuesta no competitiva. Una vez que se cuente con las facilidades técnicas adecuadas, estas operaciones de reporte para colocar fondos progresivamente se irán ofreciendo después de las subastas ordinarias y especiales, con el fin de suavizar poco a poco el impacto desfavorable que hoy generan dichas emisiones de títulos del Tesoro sobre la liquidez del sistema, el día de la liquidación de fondos contra los valores emitidos, especialmente cuando se hacen emisiones grandes e intervienen inversionistas extranjeros, también, en línea con las mejores prácticas internacionales ya implementadas en otros países más avanzados.

d) **Oferta temporal de bonos de referencia a través de operaciones de reporte con opción a ofertarlos permanentemente**

El reglamento de operaciones de reporte permitirá que todas las entidades financieras que sean elegibles para participar de las subastas del Tesoro puedan captar cualquiera de los bonos de referencia vigentes a través de reportes de valores con colateral en efectivo, de tal modo que obtendrán la propiedad y libre disponibilidad temporal de dichos títulos del Tesoro. Adicionalmente tendrán la opción de comprarlos al Tesoro en forma permanente si antes del final del plazo pactado la entidad involucrada decidiera no devolverlos. Cuando se implementen, estas operaciones de reporte para colocar valores se ofertarán inmediatamente después de las subastas ordinarias de bonos respectivos por los mismos montos de referencia y para los plazos de hasta las 2 o 4 semanas que falten para las siguientes subastas bajo ciertas condiciones, sea con propuesta competitiva o no competitiva.

### Recuadro 13: Reglamento de operaciones de reporte

Las operaciones de reporte constituyen una pieza clave en el desarrollo del mercado financiero de cualquier país, ya que contribuyen enormemente al flujo de liquidez entre los diferentes agentes del sistema, contando con la ventaja de poder realizarse sin incurrir en mayor riesgo de crédito, riesgo de mercado o riesgo operativo si se hacen de manera tripartita, con una liquidación centralizada, entrega contra pago, y con un adecuado nivel y manejo de colaterales.

Bajo ese marco, y tras la entrada en vigencia de la Ley N° 30052, Ley de Operaciones de Reporte, se encuentra en proceso de aprobación el Reglamento de Operaciones de Reporte con Títulos del Tesoro, el mismo que contribuirá a un funcionamiento más eficiente del mercado local de deuda soberana y al mercado de valores en general.

Las operaciones de reporte a implementarse son operaciones que económicamente equivaldrán a un préstamo de dinero respaldado con un acuerdo de garantía financiera que descansa en una transferencia temporal de propiedad de valores (reporte de dinero con colateral en valores) o, alternatively, a un préstamo de valores respaldado con un acuerdo de garantía financiera que descansa en una transferencia temporal de propiedad del dinero (reporte de valores con colateral en dinero). Así, entre las principales características contempladas para estos instrumentos destacan:

- Precios iniciales que minimizarán la llamada de márgenes de garantía al 99% de confianza.
- Precios finales que incluirán el rendimiento de la operación y los eventuales pagos de cupón.
- Cálculo de exposición que protegerá al colocador de dinero o valores en caso de incumplimiento.
- Reportes secundarios que permitirán ceder la posición del colocador, temporal o totalmente.
- Reportes de valores con colateral de valores con la misma u otra contraparte.
- Opción de rescate sintética, parcial o total.

- Opción de rescate y compraventa permanente sintética, total o parcial.
- Podrán realizarse operaciones de reporte al contado y a plazo, con tasa fija o variable.
- Sólo se podrán utilizar con títulos de deuda pública inscritos en CAVALI.
- El Tesoro público actuará como contraparte en reportes con y sin subasta.
- Operaciones en mecanismos centralizados de negociación supervisados por la SMV.
- Operaciones con liquidación centralizada bajo las mejores prácticas recomendadas por IOSCO.
- Acceso permanente para entidades con las posturas más competitivas en las subastas de bo-nos.

El desarrollo de este mercado permitirá también al Tesoro Público rentabilizar los excedentes temporales de liquidez que mantenga bajo su administración, introduciendo una mayor fluidez a la negociación y sentando las bases para el posterior desarrollo del mercado de derivados.

## 7.4 Estructura del mercado

La estrategia está dirigida fundamentalmente a optimizar la infraestructura del mercado de valores de deuda pública en moneda nacional, repotenciar el papel que juegan las entidades con la condición de Creadores, incrementar el nivel de competencia, transparencia y liquidez en la formación de precios de un mercado más contestable, a brindar acceso a las personas de a pie, a constituir un fondo como referencia de riesgo soberano para los fondos mutuos y de pensiones, a mejorar la cobertura y aplicación del principio de entrega contra pago en la compensación y liquidación de valores de deuda pública en general.

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

### a) 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 deben cumplir los mecanismos centralizados de negociación en donde se negocien o, en su defecto, se registren todas las operaciones con valores de deuda pública, los mismos que ahora también están bajo la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores, observando las mejores prácticas internacionales en infraestructura de los mercados financieros. 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 de deuda pública, el tenedor

del valor podrá obtener fondos de 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, lo que le dará una mayor transparencia a la formación de precios en igualdad de condiciones.

#### **Recuadro 14: Beneficios de los módulos de registro de operaciones financieras**

Según el Banco de Pagos Internacionales (BIS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), uno de los principales beneficios del registro de operaciones financieras, que es consecuencia de la centralización y la calidad de los datos que mantiene ese módulo, es una mejora de la transparencia del mercado y el suministro de esos datos a las autoridades pertinentes y al público en general con arreglo a sus necesidades de información respectivas. Un acceso oportuno y fiable a los datos almacenados ofrece la posibilidad de mejorar considerablemente la capacidad de las autoridades y el público en general para determinar y evaluar los posibles riesgos a que está expuesto el sistema financiero en general. En particular, las autoridades pertinentes requieren tener un acceso eficaz y práctico a los datos almacenados, incluidos los datos a nivel de los participantes, para cumplir sus respectivos mandatos normativos y sus responsabilidades jurídicas.

Un módulo de registro puede prestar servicios a varias partes interesadas que dependen de tener un acceso eficaz a los servicios de registro de operaciones, tanto para la presentación como para la recuperación de datos. Además de las autoridades pertinentes y el público en general, entre las partes interesadas pueden figurar los mercados organizados, las propias plataformas de negociación electrónica, las plataformas de confirmación o cotejo de operaciones y los proveedores de servicios que trabajan por cuenta ajena que utilizan los datos de registro de operaciones para ofrecer servicios complementarios. Por consiguiente, es fundamental que un módulo de registro de operaciones conciba sus políticas de acceso y sus condiciones de uso de modo que éstas faciliten un acceso justo y abierto a sus servicios y datos. Otro beneficio importante es su fomento de la normalización al proporcionar una plataforma técnica común que requiere coherencia en los formatos y las representaciones de los datos. El resultado es un depósito centralizado de datos de operaciones de mayor utilidad y más fiables que cuando los datos se encuentran dispersos.

Los bancos centrales, los organismos supervisores y otras autoridades pertinentes para los registros de operaciones tienen la responsabilidad de favorecer mutuamente su acceso respectivo a los datos en los que tengan un interés material en el marco de sus responsabilidades de reglamentación, supervisión o vigilancia. A medida que las infraestructuras de los mercados continúen evolucionando, es posible que se establezca el registro de operaciones para diversas clases de instrumentos y valores y la cooperación entre las autoridades cobrará una importancia cada vez mayor. Así, deberán realizarse esfuerzos para eliminar cualquier obstáculo o restricción jurídica que impida que las autoridades tengan un acceso adecuado, eficaz y práctico a los datos, manteniendo las salvaguardias de confidencialidad apropiadas.

**b) Realización de un estudio para la mejora de la infraestructura tecnológica de los sistemas de operación del mercado de valores de deuda pública**

La finalidad del proyecto es la realización de un diagnóstico internacional e independiente para 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 que promuevan una mayor competencia en igualdad de condiciones y al mismo tiempo reduzcan los incentivos a la fragmentación del mercado. Así, las mejoras a identificar tendrán como grandes objetivos: (i) proteger a los inversionistas y preservar la integridad del mercado, y (ii) fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros. Para ello, la consultoría se centrará en estudiar y diagnosticar el desempeño de los procesos operativos de emisión de valores (mercado primario), intermediación y ejecución de órdenes (mercado secundario), comunicación, registro, compensación y liquidación de operaciones y depósito y custodia de valores. El estudio se halla dentro del marco de las metas e indicadores de desempeño de las Políticas Nacionales de Obligatorio Cumplimiento aprobadas por D.S. N° 027-2007-PCM y se llevará cabo con el importante apoyo de la Cooperación Suiza - SECO.

**Recuadro 15: Nuevo reglamento de creadores de mercado**

El Nuevo Reglamento de Creadores de Mercado, aprobado vía Decreto Supremo N° 096-2013-EF, surge con la necesidad de adaptar el mecanismo de participación de las entidades encargadas de impulsar el desarrollo del mercado de bonos soberanos a tiempos más modernos, reconociendo los principales cambios y riesgos que presenta el entorno financiero global en la actualidad.

Los lineamientos planteados con anterioridad al presente Reglamento han contribuido con el rol de darle el impulso y posicionamiento inicial a los títulos de deuda pública en moneda local dentro del radar de los grandes inversionistas tanto locales como internacionales. No obstante, en esta nueva etapa se pretende dar un renovado impulso a esta modalidad de distribución de los títulos públicos, en línea con las mejores prácticas internacionales, y buscando asegurar el acceso a mayores participantes del mercado bajo un adecuado marco de competencia y transparencia para las operaciones con deuda soberana.

Una de las principales novedades del Reglamento es que permite a las entidades de valores acceder a la condición de creador de mercado acreditando como mínimo un patrimonio neto de sólo S/. 3 millones. No obstante, también destacan como principales ventajas para los creadores de mercado:

- Poder presentar propuestas 30 minutos luego de cerrada cada subasta.
- Poder adjudicarse hasta el 100% del monto referencial anunciado.
- Poder acceder al módulo especial de los mecanismos centralizados de negociación.
- Poder acceder a las operaciones de reporte, operaciones sindicadas, entre otras
- Participar en las reuniones periódicas organizadas por la Unidad Responsable
- Recibir el reconocimiento oficial cuando se alcancen los primeros puestos en la evaluación.

Por otro lado, las principales obligaciones de los creadores establecidas en el Reglamento son:

- Presentar como mínimo propuestas en las subastas de cada título según: i) entidades de crédito: 10,0% del monto referencial, y ii) entidades de valores: 5,0% del monto referencial.
- Lograr adjudicaciones mínimas como proporción del monto referencial subastado en el último trimestre: i) entidades de crédito: 5,0%, y ii) entidades de valores: 2,5%.
- Realizar cotizaciones continuas en las plataformas de los mecanismos centralizados de negociación en horarios preestablecidos (entre 9:30 am y 10:30 am y entre 12:30 pm y 1:30 pm).

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

Para ello se aprobó un nuevo Reglamento de Creadores de Mercado con requisitos, privilegios y obligaciones mucho más adecuados a los intereses de la República, de lograr una mayor liquidez y obtener una mayor base de inversionistas, y en línea con las mejores prácticas y experiencias internacionales. Así, los requisitos de patrimonio y las obligaciones de puja y adjudicación se han diferenciado para las entidades de crédito y para las entidades de valores y, con el fin de promover una mayor competencia, se publicará semanalmente tanto el puntaje obtenido como el nivel de cumplimiento de cada una sus obligaciones. Se espera que esto también sea una nueva oportunidad para una mayor participación de las agencias de bolsa locales y extranjeras en el mercado de valores de deuda pública, de cara a una futura y activa integración de los mercados de renta fija del Perú con los de Chile, Colombia y México en las siguientes etapas del MILA y la consolidación de una cada vez mayor libre movilidad de capitales en la Alianza del Pacífico.

#### d) Venta de títulos o valores de deuda pública para que el mercado minorista no profesional pueda incrementar el ahorro interno

El objetivo del proyecto es que las personas de a pie puedan empezar a ahorrar con valores de deuda pública especiales, diferentes de bonos y letras, comprándolos por Internet, como lo hacen ya en otros países de la región de similar calificación crediticia. Esta iniciativa no sólo favorecerá directamente la labor de inclusión financiera del Tesoro y promoverá el ahorro interno de los pequeños ahorristas a nivel nacional, sino que al mismo tiempo sentarán las bases para una mayor diversificación de la base de inversionistas y un crecimiento de largo plazo para la futura tenencia doméstica de letras y bonos con la finalidad de generar una mayor inclusión financiera. El proyecto se halla dentro del marco de las metas e indicadores de desempeño de las Políticas Nacionales de Obligatorio Cumplimiento aprobada por D.S. N° 027-2007-PCM y tiene el apoyo de la Cooperación Suiza – SECO.

**Recuadro 16: Portal internet para la venta de títulos de deuda pública**

El Tesoro público, en su labor de impulsar la inclusión y educación financiera de la población, tiene dentro de sus metas contempladas en las Políticas Nacionales de Obligatorio Cumplimiento, la construcción e implementación de un portal de internet para la venta de títulos del Tesoro, mecanismo a través del cual, el ciudadano de a pie, independientemente de su ubicación geográfica o condición social, podrá ahorrar de manera segura.

Para tal fin, durante el año 2014, y gracias a la Cooperación Suiza - SECO, se llevará a cabo la construcción de dicho portal web, el mismo que permitirá ofrecer instrumentos de baja denominación nominal y diseñados exclusivamente para un público masivo a nivel nacional, quienes en adelante, podrán invertir su dinero en estos valores de manera sencilla y transparente, accediendo a atractivos rendimientos, sin incurrir en costos ni comisiones, y gozando de la seguridad y respaldo otorgado por el Gobierno peruano. Dicha iniciativa viene a complementar el plan iniciado el año 2013 de brindar acceso a las personas naturales a los títulos de deuda, principalmente a través de la oferta de letras del Tesoro a plazos de hasta un año.

Este esfuerzo en aras de democratizar el acceso a los servicios impartidos por el Estado peruano, deberá constituirse en una pieza clave dentro de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera la misma que viene siendo impulsada desde los más altos niveles del Poder Ejecutivo, y liderada por el Ministerio de Economía y Finanzas en estrecha coordinación con las principales instituciones y actores con competencia en la materia.

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

En línea con lo previsto, el Tesoro obtuvo la autorización para constituir el Fondo de Deuda Soberana que operará inicialmente como un fondo índice de referencia del rendimiento libre de riesgo de crédito, tanto para los partícipes y afiliados como para las administradoras de fondos mutuos y de fondos de pensiones del mercado local, ayudando directamente a disciplinar el mercado y a generar una mayor competencia y también, indirectamente, a generar una mayor demanda estructural por valores de deuda pública en el segmento de mercado de inversionistas institucionales. En el futuro el Fondo buscará ser accesible al público 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 17: Metodología del índice del Tesoro

El índice del Tesoro que se usará como referencia del Fondo de Deuda Soberana 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 existentes al día de hoy (RTP(t)) multiplicado por el valor del índice del día anterior.

$$V_{\text{índice}}(t) = V_{\text{índice}}(t-1) \times (1 + RTP(t))$$

Donde:

$V_{\text{índice}}(t)$ : Valor del índice en el periodo t

$V_{\text{índice}}(t-1)$ : Valor del índice en el periodo t-1

$RTP(t)$ : Rendimiento total del portafolio compuesto por bonos denominados en soles nominales, el cual es obtenido a partir de:

$$RTP(t) = \sum_{i=1}^N P_{i(t-1)} \times RTB_{i(t)}$$

Donde:

$P_{i(t-1)}$ : Porcentaje de participación de cada bono en el portafolio en el periodo t-1.

$RTB_{i(t)}$ : Rendimiento total de un determinado bono

El rendimiento total de cada bono ( $RTB_{i(t)}$ ) será obtenido a partir de la suma de cinco componentes:

- Rendimiento por precio: por movimientos de mercado
- Rendimiento por cupón: por los cupones recibidos
- Rendimiento por amortización: por amortizaciones de principal
- Rendimiento por prepago: por prepagos efectuados
- Rendimiento extraordinario: por pagos extraordinarios (activación de resguardos o similares)

La participación de cada bono en el portafolio de bonos será obtenido a partir de:

$$P_i(t) = \frac{VMB_i(t)}{\text{Saldo de caja}(t) + \sum_{i=1}^n VMB_i(t)}$$

Donde:

$P_i(t)$ : Porcentaje de participación de cada bono en el portafolio en el periodo t-1.

$VMB_i(t)$ : valor de mercado de un bono en el momento t.

$\text{Saldo de caja}(t)$ : monto de efectivo acumulado en el momento t.

$\sum VMB_i(t)$ : sumatoria de los valores de mercado de los bonos vigentes.



f) **Mejora de la cobertura y forma de aplicación del principio de entrega contra pago en la compensación y liquidación de valores de deuda pública**

Con el fin de reducir la fragmentación operativa del mercado de valores peruano, y promover una mayor competencia entre todos los participantes del mercado en igualdad de condiciones, el mercado de valores de deuda pública adoptará plenamente el principio de entrega contra pago de la misma forma que lo hace actualmente el mercado de acciones y el mercado de valores de deuda privada, sin perjuicio de adoptar una liquidación multilateral de fondos y de valores con transferencias diferidas en términos netos, al finalizar la fecha de liquidación respectiva, o en determinados momentos de la misma, con el fin de facilitar el desarrollo del mercado de operaciones de reporte y el mercado de derivados. Actualmente la liquidación bilateral operación por operación en tiempo real no es la más eficiente para el caso peruano porque no todas las entidades elegibles tienen la misma capacidad de acceso al sistema de liquidación bruta en tiempo real, ni a la liquidez intradía de éste ni éste está disponible las 24 horas del día los 365 días del año. Para mitigar el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez se deberá acortar el periodo que difiera la liquidación y considerar la eventual constitución de márgenes de garantía por las diferencias entre el precio negociado y el valor de mercado. De esta forma también se reducirá el mayor costo futuro de cualquier incumplimiento por eventos de crédito, incluyendo los casos de liquidación, sin tener que recurrir a domicilios y leyes extranjeras, especialmente cuando se deseen contratar derivados con y entre contrapartes locales.

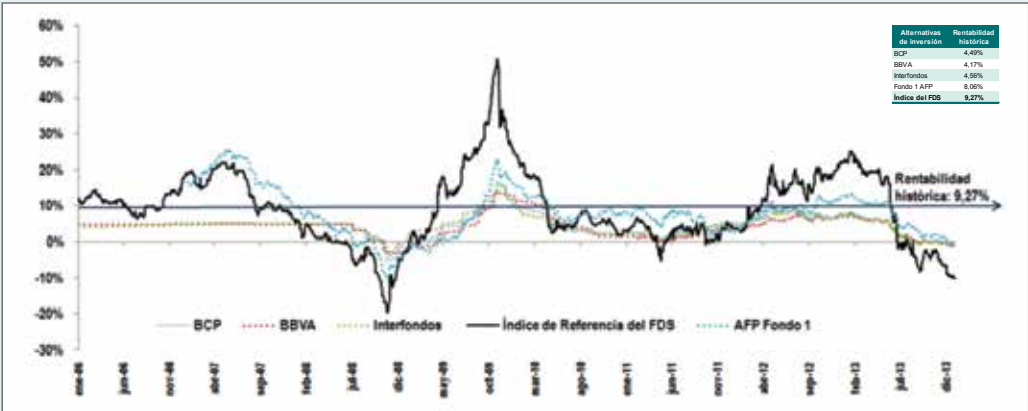
#### Recuadro 18: Evolución del rendimiento del índice del Tesoro

Tomando en cuenta la metodología expuesta en el recuadro anterior se calculó el índice de bonos emitidos en soles por la República del Perú, tomando como base el mes de diciembre 2004 (Base = 1 000). Según se puede apreciar en general que el comportamiento del índice durante el periodo de análisis fue creciente, demostrando el buen desempeño de los instrumentos de deuda soberana.



Fuente: MEF

Asimismo, se puede apreciar la evolución del rendimiento anual obtenido por el fondo durante el periodo de enero de 2006 a diciembre de 2013, siendo su rendimiento promedio histórico durante este periodo de 9,27% efectivo anual, mejor que otras alternativas locales de inversión con similar perfil de riesgo y plazo de inversión. Por ejemplo, el desempeño del rendimiento del índice durante el último año ha sido superior a los obtenidos por algunos fondos mutuos de deuda denominada en soles.



Fuente: MEF

## 8. PROYECCIONES 2014-2017

El tener que cuantificar en forma prospectiva el cumplimiento de las políticas financieras aprobadas en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos que se articulan con la gestión de la deuda pública y, por tanto, con algunas de las metas establecidas en el PESEM y el PEI, conlleva a estimar un rango referencial de las proyecciones para los indicadores de la deuda bruta del Gobierno Central al cierre del año 2017. Estas proyecciones se han hecho consistentes con las estimaciones preliminares del Marco Macroeconómico Multianual 2015-2017 y las metas y reglas fiscales contenidas ahí. La finalidad de efectuar estas proyecciones es la 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, el ahorro y la tesorería.

La determinación del rango de proyecciones descansa sobre cuatro escenarios determinísticos alternativos utilizados, cuyos supuestos consideran la evolución de la economía, los montos de financiamiento que se requerirían para satisfacer las necesidades fiscales y la ejecución de algunas operaciones de administración de deuda, 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.

### 8.1 Contexto actual y perspectivas

En el año 2013, la economía peruana registró un crecimiento de 5,82% con año base 2007, su nivel de crecimiento más bajo en los últimos 3 años, tomando en cuenta las cifras del 2010 (8,45%), 2011 (6,45%) y 2012 (5,95%). El desempeño de la economía estuvo explicado principalmente por la demanda interna que creció 7,0%, impulsada por el consumo privado (5,4%), consumo de gobierno (6,7%) y la inversión bruta interna (10,5%). Por su parte, la demanda externa mostró una contracción de 0,9%, principalmente por los menores volúmenes de exportación en respuesta a la desaceleración de las principales economías del mundo.

La evolución de la actividad económica a nivel local e internacional se torna de relevancia para la gestión de la deuda pública, debido a que, el restablecimiento de las condiciones previas a la crisis en los países del primer mundo podría impactar en el flujo de capitales y en el costo del acceso a los mismos.

En línea con el menor crecimiento del PBI y con expectativas inflacionarias ancladas dentro del rango meta de la política monetaria, la tasa de interés de referencia del Banco Central de Reserva del Perú

se mantuvo en 4,0%. Por otro lado, los mercados financieros internacionales se han visto afectados hacia el último trimestre de 2013 y principios de 2014 por eventos provenientes principalmente de EEUU y China, cuyos efectos han tenido una repercusión directa en algunas economías emergentes que elevaron sus tasas de interés debido a la existencia de desequilibrios en sus cuentas externas y presiones inflacionarias.

Una de las principales preocupaciones de los mercados gira en torno a la forma en que la Reserva Federal de Estados Unidos va a enfrentar la futura subida de su tasa de referencia de corto plazo. El impacto de esta subida de tasas de interés a nivel internacional puede conllevar a un episodio de reacomodo de portafolios globales en el que, los mercados emergentes suelen sobre-reaccionar y presionar los rendimientos de la deuda soberana al alza, coyuntura a la cual no estaría exenta el Perú. Sin embargo, desde una perspectiva de largo plazo, se esperaría que la curva soberana se ubique en torno a sus valores promedio consistentes con su calificación crediticia y sus fundamentos económicos.

Por otro lado, el sol se depreció al cierre del año en 9,52%, y el tipo de cambio venta promedio fue de S/. 2,798 por dólar, debido a la demanda de dólares de empresas corporativas en el mercado al contado, de las administradoras de fondos de pensiones en el mercado a plazo, y de los bancos que incrementaron sus posiciones cambiarias. Desde abril de 2013, la moneda peruana experimentó un debilitamiento continuo, que se inició con las primeras declaraciones sobre el retiro, antes de lo esperado, de las medidas de expansión cuantitativa implementadas por la Reserva Federal estadounidense.

En el año 2013 se observó una alta volatilidad de la curva de rendimientos soberana, sobre todo en los últimos meses del año en los que se ha evidenciado una reducción relativa de las tenencias de deuda por parte de los inversionistas extranjeros, aunque en términos absolutos hubo un ligero incremento. La tendencia de los rendimientos de los bonos en soles fue al alza en línea con los rendimientos a nivel global, empujándose en la medida en que los inversionistas sobre ponderaron bonos de muy corto plazo con el fin de eludir el efecto de un eventual incremento en la tasa de interés.

Por su parte, el costo de financiamiento de la deuda soberana del Perú en dólares estadounidenses, luego de haber subido fuertemente entre mayo y julio, mostró una tendencia a la baja desde agosto de 2013 debido a una menor aversión al riesgo, reflejado en una caída de los CDS a 5 años y del EMBI+ Perú, expectativas inflacionarias ancladas y por la evolución del rendimiento de los bonos estadounidenses.

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 2014, se resume

gráficamente el comportamiento esperado en las proyecciones para las curvas soberanas de la República en soles y dólares estadounidenses (ver Cuadro N° 18).

**Cuadro N° 18**  
**Evolución esperada para las curvas de rendimiento para el Perú en 2014**

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

Fuente: MEF-DGETP.

Conforme se indica en el cuadro, en el escenario base la curva soberana en soles mostraría una corrección al alza, la misma que no sería uniforme en todos sus segmentos. Así, se espera que los vértices de corto plazo registren una menor volatilidad debido a su menor duración y exposición al riesgo de mercado y, además, a la importante presencia de inversionistas extranjeros en este tramo que podrían limitar las presiones alcistas.

Para el largo plazo, se esperaría que los rendimientos sean más sensibles a cambios en la tasa de interés, los mismos que estarían en función de los ajustes en la política monetaria implementados por la Reserva Federal, que a su vez se estima serán graduales. Se espera para el largo plazo una senda creciente para los rendimientos de los bonos globales, debido a las mejores perspectivas de la economía estadounidense y a la continuidad de los recortes de los estímulos monetarios impulsados por la Reserva Federal.

## 8.2 Escenarios para cuantificar el rango de las proyecciones

A través de cuatro escenarios se determinó el rango de proyecciones de los diversos indicadores de seguimiento de la deuda bruta del Gobierno Central. 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 responde al contexto actual en el que se proyecta mejorar el crecimiento económico del año 2013 por alrededor del 6% anual, lo cual tendrá un impacto positivo en los ingresos del Gobierno Central. Para el año 2015 y en adelante, se asume una consolidación de este crecimiento en niveles parecidos al observado en el año 2014. Las operaciones de administración de deuda que se planea realizar en los próximos cuatro años están en línea con las acciones previstas para alcanzar el objetivo principal de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos

relacionada con la profundización del desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local.

El escenario optimista supone que la economía peruana registrará un crecimiento económico en alrededor del 6,7% anual desde el año 2014 hasta el año 2017 inclusive, lo cual permitiría captar mayores ingresos a favor del fisco y, por tanto, se lograría obtener un resultado económico promedio de 0,9% para este periodo. También se observaría un mayor dinamismo de la economía principalmente por un mejor desempeño de la demanda interna a través del consumo privado y de la inversión.

**Cuadro N° 19**  
**Proyecciones referenciales de indicadores de la deuda bruta del Gobierno Central al cierre de 2017**

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2017
Porcentaje de soles en el saldo bruto	57,2% - 72,1%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	76,9% - 79,4%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	56,2% - 71,1%
Vida media (años)	12,9 - 16,2
Reprecio medio (años)	11,9 - 15,5
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	6,9% - 6,0%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/	70,5% - 84,4%

Fuente: MEF-DGETP.

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

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

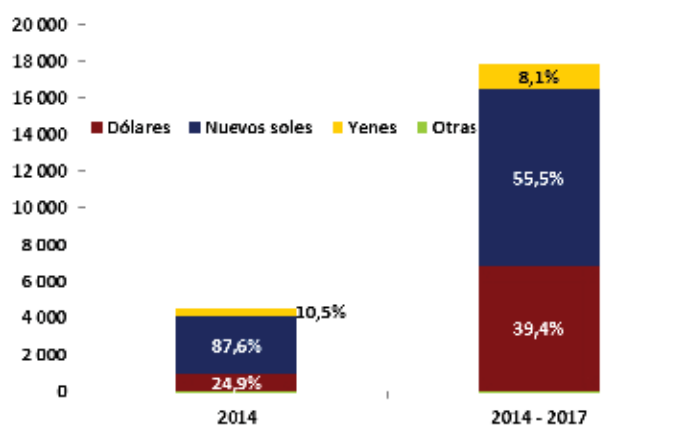
Los escenarios pesimista y de estrés suponen una evolución menos favorable del PBI que en promedio hasta el 2017 se estancaría en niveles de alrededor de 4,5% y de 2,5% en promedio anual respectivamente. El contexto internacional sería contrario al dinamismo de la economía, especialmente por el lado de la demanda externa a través de una fuerte disminución de los volúmenes de las exportaciones y de una caída de los precios internacionales. Esto afectaría las expectativas de los agentes económicos, traduciéndose en una menor rotación del gasto privado, principalmente por las menores inversiones o postergaciones de las mismas. Sobre la base de estos escenarios optimista y pesimista se estableció, para el cierre de 2017, el rango referencial de proyecciones indicado en el Cuadro N° 19.

## 8.3 Proyección del servicio y composición de la deuda bruta

### a. Proyección del servicio de la deuda bruta

Considerando el escenario base, el servicio de amortizaciones del año 2014 representa alrededor del 4,2% del total adeudado (S/. 3 678 millones) y las amortizaciones anuales hasta el 2017 representan niveles de pagos ligeramente crecientes, cuyo promedio para este período representa alrededor del 5%. Por lo tanto, el servicio de la deuda del Gobierno Central 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° 17**  
**Vencimientos por monedas del Gobierno Central**  
(En millones de soles)

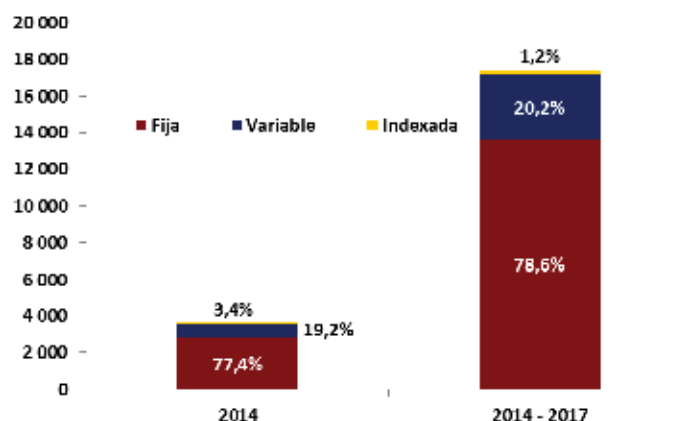


Fuente: MEF - DGETP.

En el año 2014, los pagos que se realizarán en monedas diferentes al sol representan alrededor del 35% y del 47% para los vencimientos acumulados de los próximos 4 años (Gráfico N° 17). La mayor participación de la moneda local refleja los esfuerzos que vienen realizándose para modificar la estructura de la deuda bruta del Gobierno Central, orientados a reducir el impacto del riesgo de tipo de cambio.

Por otro lado, en el Gráfico N° 18 se observa que en la estructura de tasas de interés, el 77,4% de los vencimientos del año 2014 corresponden a obligaciones pactadas a tasa fija. Una proporción similar de bajo riesgo se observa para el período comprendido entre 2014-2017, situación que favorece a una programación cierta del presupuesto para el pago del servicio de la deuda.

**Gráfico N° 18**  
**Vencimientos por tasas de interés del Gobierno Central**  
 (En millones de soles)

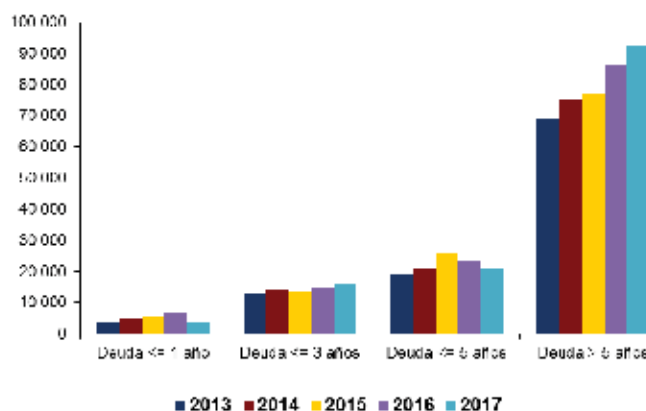


Fuente: MEF - DGETP.

#### b. Proyección de la composición por plazo al vencimiento

La estructura de maduración de los préstamos vigentes y de aquellos que se esperan obtener en los próximos años continúa privilegiando a los plazos mayores a cinco años, inclusive en el año 2017 esta concentración será un poco mayor (ver Gráfico N° 19). El efecto de esta estructura también se visualiza en el perfil de vencimientos de la deuda pública, cuya desconcentración se refleja a través de una menor presión de la caja fiscal.

**Gráfico N° 19**  
**Plazo al vencimiento de la deuda bruta del Gobierno Central**  
 (En millones de soles)



Fuente: MEF - DGETP.



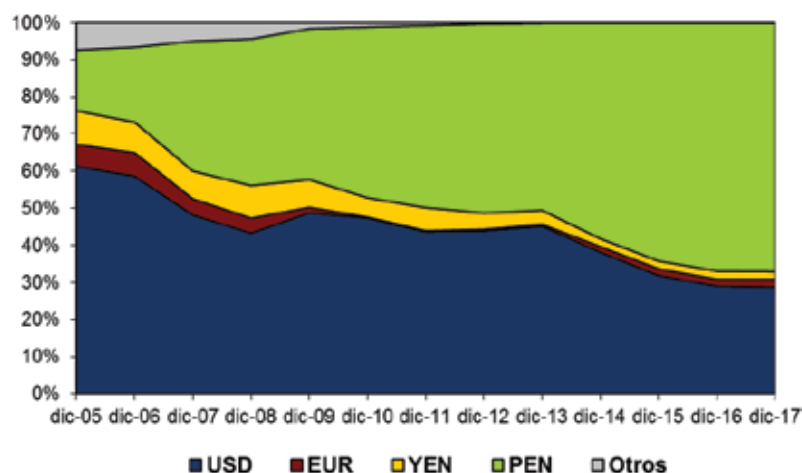
En el escenario base, el porcentaje de vencimientos de la deuda mayor a 5 años a diciembre de 2017 se proyecta en alrededor del 82,0%, cuando en diciembre de 2013 este valor fue de 78,0% aproximadamente. Los factores que explican este cambio están relacionados con las operaciones de administración de deuda, cuyos financiamientos se harán con la emisión de bonos soberanos de largo plazo. El indicador de vida media afianza esta posición en tanto se espera que en el escenario base al cierre del año 2017 se ubique en alrededor de 14,4 años.

### c. Proyección de la composición por monedas

La participación de la moneda local en el total de la deuda bruta se posicionaría en alrededor del 67% al cierre del año 2017, muy cercano a la meta del 70% comprometida en el PEI (ver Gráfico N° 20). Al cierre de 2013 este indicador alcanzó el 50,4%.

La importancia de alcanzar el nivel de 70% en este indicador es fundamental, en tanto se genera un círculo virtuoso en la medida que a mayor captación de recursos en el mercado local, habrá una mayor participación del sol en la estructura de la deuda bruta (disminución del riesgo de tipo de cambio) y una menor vulnerabilidad financiera y, por tanto, una potencial mejora en la calificación crediticia por parte de las agencias de riesgo que redundará a su vez en un menor costo de endeudamiento para el sector público y privado.

**Gráfico N° 20**  
**Evolución de la composición de la deuda bruta del Gobierno Central por monedas**



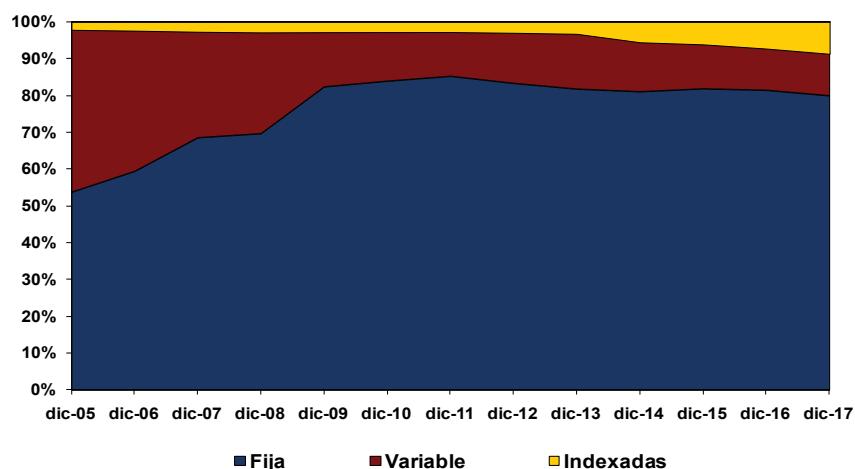
Fuente: MEF - DGETP.

#### d. Proyección de la composición por tipo de tasa de interés

En los últimos años, el componente de tasa fija en la estructura de la deuda bruta se ha mantenido en promedio por encima del 70%, nivel que ha permitido mantener flujos predecibles para la elaboración del presupuesto correspondiente.

La proyección para los próximos años profundiza dicho comportamiento: de acuerdo a los cálculos efectuados en el escenario base se esperaría que al cierre del año 2017, este indicador se posicione en alrededor del 80% del total (ver Gráfico N° 21).

**Gráfico N° 21**  
**Evolución de la composición de la deuda bruta del Gobierno Central por tasas de interés**



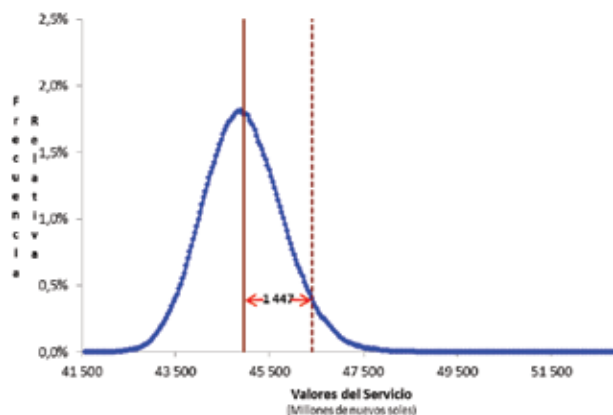
Fuente: MEF - DGETP.

## 8.4 Servicio y costo en riesgo de la deuda bruta

Un análisis del servicio en riesgo (SeR<sup>47</sup>) arroja que el servicio de deuda estimado para los próximos cuatro años (desde el año 2014 hasta el año 2017 inclusive), con un nivel de confianza del 95%, alcanza niveles de alrededor de S/. 44 953 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/. 1 447 millones, 3,2% adicional al pago del servicio de deuda estimado (ver Gráfico N° 22).

<sup>47</sup> Este modelo asume que cada una de las tasas de interés variables y los tipos de cambio siguen una variante del proceso geométrico browniano, y que están correlacionados entre sí. A partir de esta premisa, se genera un número adecuado de simulaciones de Monte Carlo de posibles trayectorias conjuntas de estas variables, con las que se construye una distribución del servicio acumulado de deuda en el período elegido.

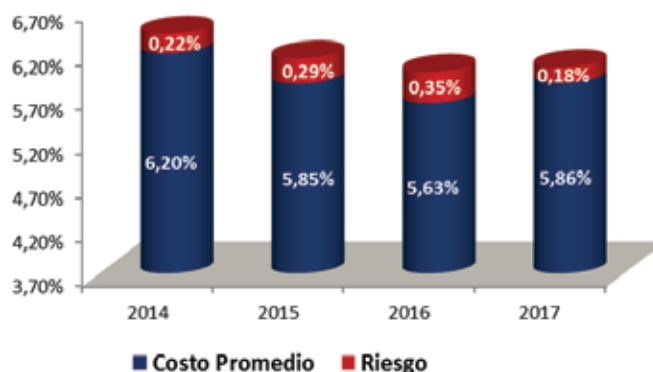
**Gráfico N° 22**  
**Servicio en riesgo de la deuda del Gobierno Central para los próximos 4 años**



Fuente: MEF - DGETP.

El costo promedio anual de la deuda bruta del Gobierno Central en términos de 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 interés<sup>48</sup>. 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 conjunta<sup>49</sup>. El incremento probable del costo por las variaciones de los tipos de cambio y tasas de interés representa en promedio alrededor de 26 pb para los 4 años analizados (ver Gráfico N° 23).

**Gráfico N° 23**  
**Costo y riesgo de la deuda bruta del Gobierno Central para el período 2014-2017**



Fuente: MEF - DGETP.

<sup>48</sup> 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.

<sup>49</sup> El riesgo del costo financiero en términos de soles se define como la diferencia entre el costo máximo (al 95% de confianza) y el costo promedio.

### 8.5 Sostenibilidad determinística de la deuda bruta

La estimación de algunos indicadores de deuda respecto al PBI<sub>(año base 1994)</sub> esperado para los próximos años muestra un comportamiento ligeramente creciente hasta el año 2015 revirtiéndose a partir de 2016, en línea con el nivel de la tasa de crecimiento económico estimado preliminarmente en el Marco Macroeconómico Multianual y por el efecto de las operaciones de administración de deuda planeadas para el período de análisis (Cuadro N°20).

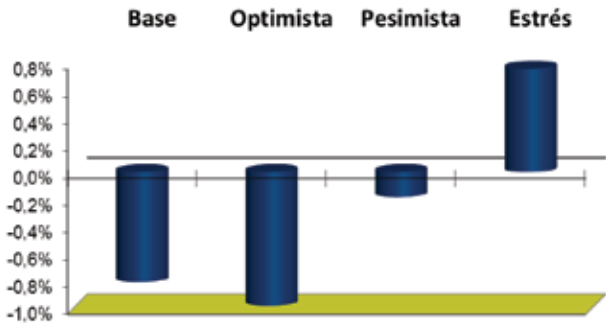
**Cuadro N° 20**  
**Ratios de la deuda bruta del Gobierno Central**  
(En porcentaje del PBI)

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Escenario base</b>					
Deuda del G.C./PBI	15,3%	15,8%	16,0%	15,7%	13,9%
Servicio del G.C./PBI	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,2%
Amortizaciones del G.C./PBI	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,4%
Intereses del G.C./PBI	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,7%

Fuente: MEF-DGETP.

El análisis del comportamiento del ratio de deuda pública del Gobierno Central a través del indicador de sostenibilidad<sup>50</sup>, arroja que la deuda es sostenible en los escenarios base y optimista e incluso ligeramente en el escenario pesimista, aun cuando los supuestos de este escenario son adversos. 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 de estrés, la deuda no sería sostenible (ver Gráfico N° 24).

**Gráfico N° 24**  
**Indicador de sostenibilidad de la deuda bruta del Gobierno Central**  
(Porcentaje del PBI)

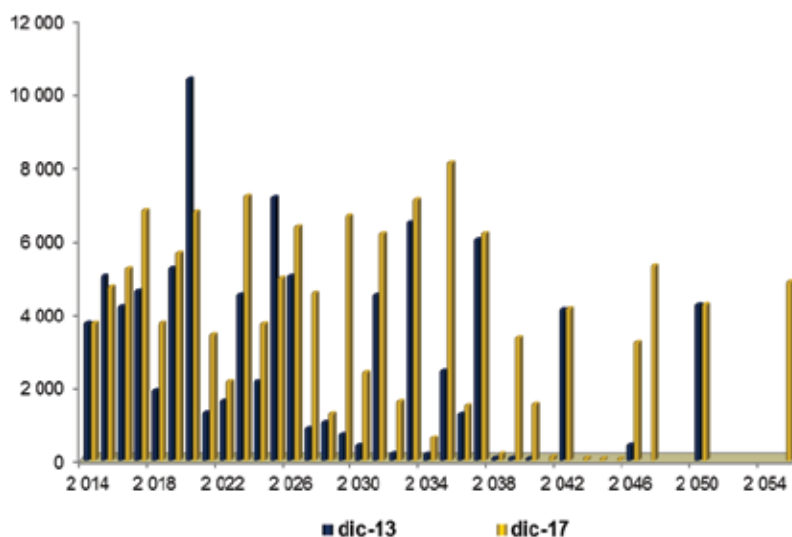


Fuente: MEF - DGETP.

<sup>50</sup> 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).

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° 25 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 2014-2017 para financiar los requerimientos financieros y las operaciones de manejo de pasivos que se han previsto realizar durante el presente ejercicio.

**Gráfico N° 25**  
**Proyección de amortizaciones de la deuda bruta del Gobierno Central**  
 (En millones de soles)



Fuente: MEF - DGETP.

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 o de satisfacer los requerimientos de algunos inversionistas institucionales, como las compañías de seguros, por nuevos títulos que les permitan calzar sus activos y pasivos.

# ANEXOS

## ANEXO 1:

# Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2014

En el marco del artículo 14° del Texto Único Ordenado de la Ley 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento, aprobado por el Decreto Supremo N° 008-2014-EF, se formula el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda para el año fiscal 2014, cuyas políticas, objetivos y metas cuantitativas, desde una perspectiva de largo plazo, pero en forma compatible con las metas fiscales consideradas en el Marco Macroeconómico Multianual forman parte de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2014-2017.

La gestión de la deuda pública tiene como uno de sus principales objetivos contribuir a la reducción de la vulnerabilidad de las finanzas públicas y a fortalecer la confianza de los inversionistas respecto a la solidez de los fundamentos macroeconómicos del país. Este objetivo se ha venido alcanzando progresivamente en los últimos años a través de una modificación continua de la estructura del portafolio de pasivos públicos con una mayor presencia de la deuda interna en moneda local y un perfil de amortizaciones con una menor concentración de pagos para los próximos años, situación que ha contribuido a que todas las agencias calificadoras de riesgo soberano consoliden la calificación crediticia de grado de inversión que actualmente ostenta el Perú.

A partir de la R.M. N° 157-2013-EF/52 del 23.05.13, que aprobó la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016, el espacio de mejora que todavía resta en este cambio cualitativo en la composición de la deuda pública bruta fue la base para definir el principal objetivo de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013 - 2016 "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".

Para alcanzar este nuevo objetivo principal, en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013 - 2016 se aprobaron seis lineamientos de política financiera con una visión de largo plazo que tienen como objetivo fortalecer la gestión de la deuda y la tesorería en su conjunto.

- Profundizar el mercado de valores aumentando la deuda pública en soles.
- Mantener colchones de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad.
- Rentabilizar los fondos públicos y reducir el costo de su liquidez.
- Mantener una sana estructura de financiamiento en la deuda indirecta.
- Reducir la prociclicidad de la deuda externa como fuente de vulnerabilidad.

- Asegurar la sostenibilidad de la deuda pública neta.

Cuatro de estos lineamientos están estrechamente ligados con la gestión de la deuda pública (el primero y los tres últimos) y el común denominador de todos ellos está relacionado con el fortalecimiento de la participación de la moneda local en la estructura de la deuda pública bruta y neta. Articular adecuadamente estos lineamientos con la normatividad vigente, debe constituirse en la prioridad para alcanzar un nivel cualitativo de deuda pública de acuerdo a los estándares internacionales.

En la medida que los artículos 17.3 y 28.1 del Texto Único Ordenado de la Ley N° 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento, establecen los procedimientos para fijar el monto máximo de concertaciones de operaciones de endeudamiento y el programa anual de desembolsos respectivamente, siendo uno de sus principales parámetros los objetivos, políticas y metas de Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda, a continuación se detallan las acciones que se deberán de realizar durante el presente año fiscal a fin de alcanzar las metas establecidas en los diferentes indicadores que miden el nivel de vulnerabilidad de las finanzas públicas, el desarrollo del mercado local de valores de deuda pública, la concentración del servicio de deuda, entre otros, y que son compatibles con las políticas y objetivos que se contemplan en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2014-2017 para los próximos años:

- Al menos el 85% del financiamiento de los requerimientos fiscales previstos en el Marco Macroeconómico Multianual provendrá del mercado de valores de deuda pública en soles.
- El 100% del financiamiento que se requiera para la ejecución de las operaciones de administración de deuda provendrá del mercado de valores de deuda pública en soles.
- Se incrementará el número de subastas semanales de letras del Tesoro y de bonos soberanos nominales y reales (indexados a la inflación) de acuerdo con el calendario de subastas ordinarias publicado en el Anexo N°6 de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2014 - 2017. Los montos referenciales también están especificados en este documento.
- Los nuevos bonos soberanos de referencia nominal y real están definidos en el Anexo N° 6 de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2014-2017 y entran en vigencia por los siguientes 12 meses.
- Los cupones de los nuevos bonos soberanos no amortizables que se emitan por primera vez serán de 6% para los títulos nominales y de 4% para los reales (indexados a la inflación), salvo casos excepcionales puntuales.



- Se anunciarán subastas especiales al menos una vez cada tres meses de cualquiera de uno o más de los bonos soberanos nominales o reales que han sido definidos como referencia en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2014-2017. Estas emisiones se realizarán preferiblemente cuando las condiciones del mercado sean favorables a los intereses de la República después de las reuniones trimestrales con las entidades participantes del mercado.
- Se anunciarán subastas especiales de intercambio de valores de deuda pública en moneda local al menos una vez cada tres meses, y se llevarán a cabo siempre que las condiciones de mercado sean favorables a los intereses de la República para mejorar el perfil de la deuda bruta. El objetivo de estas operaciones es facilitar a cada tipo de inversionista una oportunidad de rebalanceo de sus tenencias en función a los perfiles u objetivos de sus portafolios de inversión.
- La liquidación de los bonos soberanos nominales y reales y de las letras del tesoro se realizarán únicamente bajo el esquema de pago contra entrega y se implementará su liquidación neta multilateral, igual que el resto del mercado de valores.
- Se gestionará el Fondo de Deuda Soberana teniendo como referencia el Índice del Tesoro y con el objetivo de democratizar el acceso del público en general a fondos con rendimientos basados en este tipo de instrumentos emitidos por la República.
- Se realizarán operaciones de reporte con los bonos soberanos nominales o reales y letras del tesoro. El objetivo de estas operaciones será incrementar la demanda de los títulos del Tesoro y, por tanto, su liquidez en el mercado de valores de deuda pública en moneda local.
- Se continuará fortaleciendo los canales de comunicación con las agencias calificadoras de riesgo y con los inversionistas locales y extranjeros, a fin de mantenerlos informados sobre la evolución de los indicadores de deuda y sobre la intención de las acciones u operaciones que se prevean realizar.

Para cuantificar el efecto cuantitativo de estas acciones estratégicas en la gestión de la deuda del Gobierno Central, se han definido y proyectado algunos indicadores de seguimiento, sobre la base de escenarios determinísticos alternativos pesimista y optimista, que son los que determinan el rango referencial proyectado alcanzar hacia finales del año 2014:

**Proyecciones referenciales de indicadores de la deuda bruta del Gobierno Central  
al cierre de 2014**

Indicador	Rango al cierre de diciembre de 2014
Porcentaje de soles en el saldo bruto	53,5% - 62,9%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	80,3% - 81,1%
Porcentaje de deuda de deuda interna en el saldo bruto	51,4% - 60,8%
Vida media (años)	12,9 - 14,2
Reprecio medio (años)	11,9 - 13,4
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/_	4,2% - 4,2%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/_	82,2% - 88,1%

Fuente: MEF-DGETP.

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

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

## ANEXO 2: Normas Legales Relevantes para la Estrategia

Las normas legales más importantes sobre la base de las cuales la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos se sustenta son:

- Ley N° 28112, Ley Marco de la Administración Financiera del Sector Público
- Ley 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento y modificatorias
- Ley 28693, Ley General de Sistema Nacional de Tesorería
- Ley N° 30116, Ley de Endeudamiento del Sector Público para 2014 (6ª y 7ª disposición complementaria final)
- Ley N° 28716, Ley de Control Interno de la Entidades del Estado
- Decreto Legislativo N° 1012, Ley Marco de Asociaciones Público-Privadas
- Ley N° 27245, Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal y modificatorias y Ley N° 30099 Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal
- Decreto Supremo N° 051-2013-EF, Reglamento de Letras del Tesoro Público
- Decreto Supremo N° 096-2013-EF, Reglamento del Programa de Creadores de Mercado y Reglamento de Bonos Soberanos
- Decreto Supremo N° 117-2014-EF, Reglamento de Organización y Funciones del MEF
- Resolución Ministerial N° 807-2011-EF/41, Plan Estratégico Sectorial Multianual 2012-2016
- Resolución Ministerial N° 880-2011-EF/ 41, Plan Estratégico Institucional 2012-2016
- Resolución Ministerial N° 009-2013-EF/41, Metas e Indicadores de Desempeño del Sector Economía y Finanzas 2013
- Resolución Ministerial N° 157-2013-EF/52, Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016
- Resolución Ministerial N° 172-2014-EF/52, Reglamento Operativo del Comité de Gestión de Activos y Pasivos
- Resolución Directoral N° 016-2012-EF/52.03, Lineamientos para la Gestión Global de Activos y Pasivos y Reglamento de Depósitos
- Resolución Directoral N° 011-2013-EF/51.01, Oficialización de las NICSP
- Resolución de Contraloría General N° 320-2006-CG, Normas de Control Interno

Según los artículos 7° y 8° de la Ley N° 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 permite obtener financiamiento externo e interno para atender parte de los requerimientos establecidos en el Presupuesto del Sector Público, de acuerdo con la capacidad de pago correspondiente. En tal sentido, según el artículo 3 del Reglamento de Organización y Funciones del Ministerio de Economía y Finanzas, aprobado por Decreto Supremo N° 117-2014-EF, el Ministerio de Economía y Finanzas tiene entre sus funciones generales el formular, proponer, ejecutar y evaluar las políticas, normas y lineamientos técnicos para el desarrollo del mercado de valores de deuda pública, en el marco de una gestión global de activos y pasivos financieros. Asimismo, según el artículo 95; la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público es el órgano de línea del Ministerio rector de los Sistemas Nacionales de Endeudamiento Público y de Tesorería encargado de proponer políticas y dictar normas y procedimientos para la gestión global de los activos y pasivos financieros, así como de la regulación y administración de los fondos públicos y de la deuda pública.

Según el artículo 14° de la Ley 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento, la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público, como parte de sus atribuciones, formula el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda del Gobierno Central, especificando sus políticas, objetivos y metas compatibles con las metas fiscales y la sostenibilidad de la deuda, desde una perspectiva de largo plazo. Según el artículo 17° y el artículo 28° de dicha ley, para determinar el monto máximo de operaciones de endeudamiento a concertar y a desembolsar en cada año fiscal, se deberá tener en cuenta las políticas y objetivos del Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda aprobado, así como las metas del Marco Macroeconómico Multianual aplicable.

Según el artículo 36° de la misma ley, el Ministerio de Economía y Finanzas está autorizado a realizar operaciones de administración de deuda en armonía con los lineamientos contenidos en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, sin que estas operaciones tengan implicancias presupuestales en el año en que se acuerden, teniendo en cuenta además que, según la disposición complementaria y transitoria 23ª, la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público puede ser autorizada por decreto supremo a atender el servicio de la deuda con cargo a los fondos que le corresponden administrar en caso de desfases de nuevas operaciones de endeudamiento o para implementar total o parcialmente operaciones de administración de deuda que se aprueben en el marco de la ley.

Asimismo, en virtud de los literales p), q) y r) del artículo 6° de la Ley 28693, Ley General del 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 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. Para ello, según el artículo I de dicha ley, debe aplicarse como principal principio regulatorio la unidad de caja, es decir, la administración centralizada de fondos públicos en cada entidad, cualquiera sea la fuente de financiamiento presupuestario e independientemente de su finalidad.

Según la disposición complementaria final 6ª y 7ª de la Ley N° 30116, Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2014, se creó el Comité de Gestión de Activos y Pasivos como instancia que define los lineamientos y acciones para una adecuada gestión global de los activos y pasivos financieros que conforman la Hacienda Pública y se autorizó constituir el Fondo de Deuda Soberana con el objetivo de contribuir a un mayor dinamismo del mercado secundario de obligaciones del Tesoro Público en moneda local. Al respecto, la Resolución Ministerial N° 172-2014-EF/52 aprobó el reglamento operativo de dicha Comité, el mismo que tiene dentro de sus funciones proponer la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos con un horizonte no menor de 3 años.

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 deberán cumplir la Ley del Sistema Nacional de Inversión Pública, la Ley del Sistema Nacional del Endeudamiento y sus modificatorias y demás normas correspondientes, además de contar con la opinión favorable del Ministerio de Economía y Finanzas desde el punto de vista de la responsabilidad fiscal y la capacidad presupuestaria. 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 cuenten con garantías del Gobierno, antes de su aprobación, requieren la opinión favorable de la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público sobre su estructura de financiamiento. Para que un proyecto sea clasificado como autosostenible, en lugar que como cofinanciado: (i) no debe demandar una garantía financiera que supere el 5% del costo total de inversión, sin incluir costos de operación y mantenimiento, y (ii) las garantías no financieras involucradas deben de tener una probabilidad de uso de recursos públicos menor al 10% en cada uno de los primeros 5 años de ejecución del proyecto.

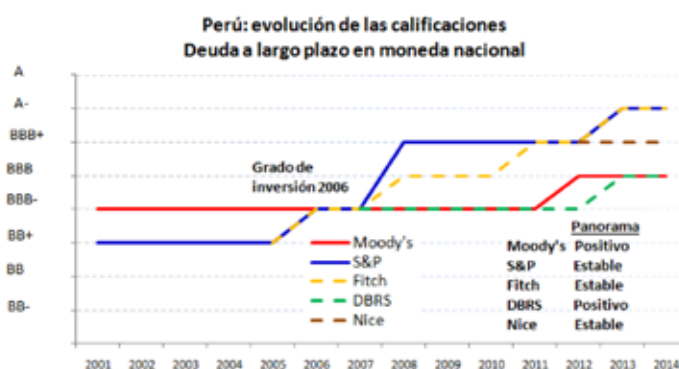
Además, según el artículo 2° de la Ley N° 27245, Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, el Estado debía asegurar el equilibrio o superávit fiscal en el largo plazo como principio general, acumulando superávit fiscales en los períodos favorables y permitiendo únicamente déficit fiscales moderados y no recurrentes en períodos de menor crecimiento. A partir de 2015, según el artículo

3° de la Ley N° 30099, Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal, se podrá anunciar un déficit fiscal estructural de no más de 1% del PIB que sea consistente con la sostenibilidad fiscal. Además, según el artículo 11° de la misma ley, los lineamientos de inversión del Fondo de Estabilización Fiscal y sus modificaciones deben encontrarse bajo el marco de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos del Tesoro Público.

Finalmente, para la formulación de la Estrategia se ha tomado en cuenta que, según la Ley N° 28716, Ley de Control Interno de la Entidades del Estado, el sistema de control interno es el conjunto de acciones, actividades, planes, políticas, normas, registros, organización, procedimientos y métodos, incluyendo la actitud de las autoridades y el personal, organizados e instituidos en cada entidad del Estado, para la consecución de los objetivos institucionales que procura. La Ley refiere que sus componentes están constituidos por: (i) El ambiente de control, entendido como el entorno organizacional favorable al ejercicio de prácticas, valores, conductas y reglas apropiadas para el funcionamiento del control interno y una gestión escrupulosa; (ii) La evaluación de riesgos, que deben identificar, analizar y administrar los factores o eventos que puedan afectar adversamente el cumplimiento de los fines, metas, objetivos, actividades y operaciones institucionales; (iii) Las actividades de control gerencial, que son las políticas y procedimientos de control que imparte el titular o funcionario que se designe, gerencia y los niveles ejecutivos competentes, en relación con las funciones asignadas al personal, con el fin de asegurar el cumplimiento de los objetivos de la entidad; (iv) Las actividades de prevención y monitoreo, referidas a las acciones que deben ser adoptadas en el desempeño de las funciones asignadas, con el fin de cuidar y asegurar respectivamente, su idoneidad y calidad para la consecución de los objetivos del control interno; (v) Los sistemas de información y comunicación, a través de los cuales el registro, procesamiento, integración y divulgación de la información, con bases de datos y soluciones informáticas accesibles y modernas, sirva efectivamente para dotar de confiabilidad, transparencia y eficiencia a los procesos de gestión y control interno institucional; (vi) El seguimiento de resultados, consistente en la revisión y verificación actualizadas sobre la atención y logros de las medidas de control interno implantadas, incluyendo la implementación de las recomendaciones formuladas en sus informes por los órganos del SNC; y (vii) Los compromisos de mejoramiento, por cuyo mérito los órganos y personal de la administración institucional efectúan autoevaluaciones para el mejor desarrollo del control interno e informan sobre cualquier desviación deficiencia susceptible de corrección, obligándose a dar cumplimiento a las disposiciones o recomendaciones que se formulen para la mejora u optimización de sus labores. Tanto la Administración como el Órgano de Control Institucional forman parte del sistema de control interno de conformidad con sus respectivos ámbitos de competencia.

## ANEXO 3: Calificación de Riesgo Soberana y Evaluación Interna

Entre las opiniones de terceros independientes destacan las opiniones de las agencias calificadoras de riesgo sobre las fortalezas y principales brechas de vulnerabilidad o desventajas que mantiene la República como sujeto soberano de crédito, las mismas que, si no se revierten, dificultarán que se obtengan mayores calificaciones de riesgo en el corto plazo.



La calificación crediticia de la deuda a largo plazo denominada en moneda nacional y extranjera de la República ha mejorado notoriamente durante el periodo 2001-2013 explicado por el crecimiento económico, la mayor inversión privada, los bajos niveles de inflación, el equilibrio fiscal, la reducción de la deuda, entre otros factores. Al cierre de 2013, la República mantenía una calificación crediticia de A- para la deuda denominada a largo plazo en moneda nacional y de BBB+ para la deuda a largo plazo en moneda extranjera, ambas según S&P y Fitch.

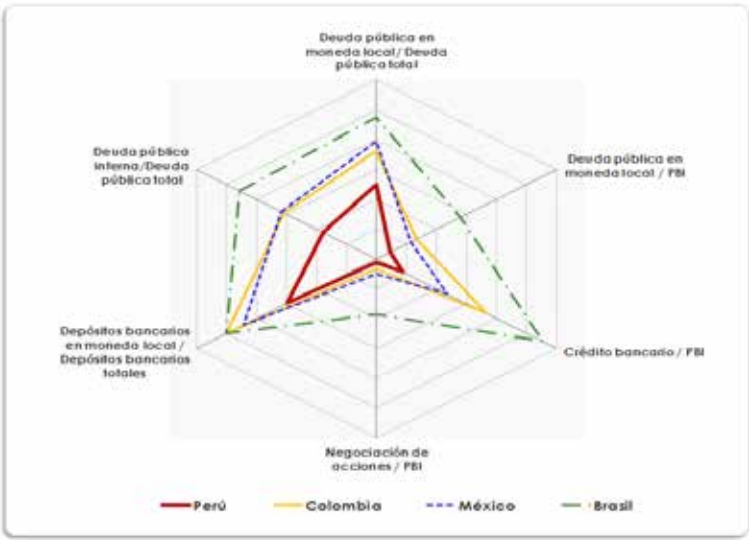


Entre los principales factores cuantitativos de percepción negativa evidenciados en las opiniones formales emitidas en los informes y reportes por cada una de las agencias de riesgo, tanto de las contratadas como de las no contratadas, la mayoría se concentra básicamente en el área financiera y en su impacto sobre la estructura de crecimiento económico: la dolarización financiera, la dolarización de la deuda pública, el bajo desarrollo del mercado de créditos y de valores local y la dependencia al ciclo de precio de las materias primas, lo que a su vez se relaciona con la vulnerabilidad a los flujos de capitales y la debilidad de las cuentas externas.

	Standard Poor's	Fitch Ratings	Moody's	Nice Investor Services	DBRS inc	Factores de coincidencia
Deficiencias estructurales institucionales/ Factores políticos	x	x	x		x	4/5
Dependencia del ciclo de materias primas/Flujos de capitales/ Debilidad en cuentas externas	x	x	x	x	x	5/5
Dolarización financiera	x	x	x		x	4/5
Dolarización de la deuda pública		x	x			2/5
Desarrollo del mercado de créditos y valores local	x		x	x	x	4/5

Fuente: Informes de Clasificación de Riesgo Soberano Perú de Fitch, Moodys, Nice, S&P y DBRS

Así, aunque la deuda pública en moneda local del Perú ya tiene una calificación de A- con Fitch Ratings y con Standard & Poor's, en la mayoría de este tipo de factores financieros el Perú se halla aún por debajo de la media de los países con calificación de riesgo soberano BBB. Por ejemplo, la media de estos países tiene una proporción de su deuda pública en moneda local en torno al 65%, un nivel de deuda pública interna de 63%, y un nivel de desdolarización financiera de 62%.





Otro criterio de legitimidad clave a tener en cuenta son las principales desventajas o fuentes de vulnerabilidad que enfrenta el Perú en materia de desarrollo financiero en general, y de desarrollo del mercado de valores de deuda pública en particular, especialmente frente a los países pares de similar calificación de riesgo en la región. Este aspecto además es particularmente importante en el contexto de la actual integración regional entre Chile, Colombia, México y Perú a través de la Alianza del Pacífico, la que empezó el 28 de abril de 2011, treinta días antes que entrara en operación el Mercado Integrado Latinoamericano como resultado del acuerdo firmado entre las bolsas y las depositarias de valores de Chile, Colombia y Perú con la participación de los gobiernos de cada país.

En tal sentido, el Perú aún presenta algunos rezagos con respecto a los niveles más óptimos alcanzados por sus pares. En lo que se refiere a desdolarización de la deuda pública, Colombia está en 72%, México está en 80% y Brasil está en 95%. Asimismo, en lo relacionado con el nivel de deuda pública interna, el Perú también tiene rezagos importantes, pues, Colombia tiene 62%, México tiene 63% y Brasil tiene 91%. Y en lo relacionado a desdolarización financiera, los depósitos en moneda local de México alcanzan un 94% y de Brasil y Colombia el 100%. Así, quedan evidenciados los principales indicadores financieros en los que el Perú presenta importantes oportunidades de mejora, y cuya futura evolución favorable permitirá reducir sus vulnerabilidades a crisis cambiarias o financieras.

## ANEXO 4:

# Interacción de Objetivos del Tesoro con los de la Política Monetaria

Los objetivos típicos de la política monetaria son bastante conocidos: la preservación de la estabilidad monetaria (precios), el apoyo del crecimiento sostenible (PIB, empleo), el resguardo del buen funcionamiento de los sistemas de pagos (internos y externos), el apoyo del desarrollo del sistema financiero (entidades financieras y mercados financieros) y el mantenimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. El énfasis entre estos objetivos varía en cada país.

Por otro lado, los objetivos de la política fiscal (fisco significa Tesoro) también son bastante conocidos: el incentivo del buen desempeño de la economía (PIB, precios, empleo), la asignación de recursos hacia la producción de bienes y servicios públicos, la redistribución de la renta nacional de la forma más equitativa posible, y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica (moderando las fluctuaciones de la demanda). Sin embargo, estos objetivos no son todos, pues, sólo están relacionados con la gestión de los ingresos y egresos del Tesoro y no con sus activos y pasivos.

Entre los objetivos de la gestión de los activos (ahorros) y pasivos (deuda) del Tesoro están: el financiamiento del déficit o la inversión del superávit, así como el refinanciamiento de la deuda o la reinversión del ahorro, la redistribución de los saldos y los flujos que generan entre las diferentes unidades deficitarias y superavitarias del resto del Gobierno, la minimización del costo de la deuda y la maximización del rendimiento del ahorro, el desarrollo del mercado de valores de deuda pública (estabilidad financiera) y la gestión del riesgo estructural de balance en el marco de un manejo responsable y sostenible de los ingresos y egresos del Tesoro.

Tanto la política monetaria como la política fiscal con la gestión de sus activos y pasivos tienen sus propios instrumentos y dinámicas, las que algunas veces interactúan y ciertas circunstancias podrían perjudicarse mutuamente en lugar de potenciarse. Por ejemplo, un pobre manejo fiscal de los ingresos y egresos puede afectar las expectativas de inflación y, por lo tanto, las tasas de interés y los tipos de cambio, o al revés una alta y volátil inflación puede afectar la actividad económica del sector privado y reducir los ingresos del Tesoro.

Asimismo, las variaciones en la postura de política monetaria afectan directamente los tipos de cambio y las tasas de interés y éstas a su vez afectan el costo y rendimiento de la deuda y el ahorro

público. En sentido inverso, un pobre desarrollo del mercado de valores de deuda pública afecta la capacidad de la política monetaria para influir en las tasas de interés y los tipos de cambio en todos los sectores de la economía.

Finalmente, también existen otras dos grandes fuentes de interacción. Una política persistente de esterilización monetaria puede generar pérdidas equivalentes a déficit cuasi-fiscales, que luego el Tesoro debe asumir, ya sea incrementando la deuda del Tesoro, disminuyendo su ahorro, o reduciendo su capacidad de gasto presupuestario general. Y en sentido inverso, cuando la política monetaria financia directamente la deuda del Tesoro, o también cuando capta directamente sus ahorros, se afecta la base monetaria y produce inestabilidad en las tasas de interés del sistema financiero, y si, además, las tasas de interés que se pagan o reciben no son de mercado, se generan subsidios implícitos que desfavorecen una adecuada y transparente rendición de cuentas.

## ANEXO 5:

# Glosario de Definiciones

**Ahorro público:** Fondo, caudal o cualquier otro activo financiero que se guarda como previsión para necesidades futuras.

**Deuda pública:** Pasivos financieros que se tienen reconocidos por medio de títulos o contratos que devengan interés implícito, pueden o no ser amortizables y pueden o no tener intereses explícitos.

**Entidad de crédito:** Independientemente de su denominación legal, intermediario cuya actividad típica consiste en recibir recursos a través de depósitos o de otros fondos reembolsables (incluyendo los obtenidos con la emisión de valores), los cuales conllevan la obligación de su restitución, para aplicarlos por su propia cuenta en la concesión de créditos u otras operaciones de similar naturaleza. En esta categoría se encuentran los bancos, las financieras, las cajas municipales, las cajas rurales y las edpymes autorizados por la SBS, así como la Corporación Financiera de Desarrollo, el Banco Agropecuario, el Fondo Mivivienda y el Banco de la Nación.






**Entidad de inversión:** Independientemente de su denominación legal, una entidad de inversión es cualquier entidad de propósito especial que se constituya como un patrimonio separado sin personería jurídica y sea administrada por alguna entidad de valores. Usualmente se constituyen como fondos (de inversión, de titulización, de divisas, etc.), cerrados o abiertos, que son administrados por un gestor (administradora o titulizadora, etc.) y cuya propiedad se representa por participaciones o valores que pueden, o no, tener tramos con diversos grados de subordinación. En esta categoría se encuentran los fondos de pensiones, los fondos mutuos, los fondos de inversión y los fondos en fideicomiso, a través de sus gestores, administradores o fiduciarios, autorizados por la SBS o por la SMV o por ley, según corresponda.

**Entidad de seguro:** Independientemente de su denominación legal, intermediario cuya actividad típica consiste en la emisión de pólizas o contratos análogos en los cuales se obliga, mediante el cobro de una comisión (prima), a compensar (indemnizar) a un beneficiario con una suma de dinero determinada o una prestación equivalente, en uno o varios actos, al verificarse la ocurrencia de un acontecimiento (siniestro) previsto (cu-bierto) durante un plazo determinado. En esta categoría se encuentran las aseguradoras de vida y las aseguradoras generales autorizadas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

**Entidad de valores:** Independientemente de su denominación legal, intermediario cuya actividad típica consiste en efectuar la intermediación de valores y otras actividades relacionadas. Algunas de ellas tramitan órdenes por cuenta de terceros, otras custodian valores o gestionan carteras por mandato, otras gestionan fondos mediante entidades de propósito especial (entidades de inversión), y otras, además, intermedian valores por cuenta propia y hasta pueden conceder préstamos a sus clientes inversores. En esta categoría se encuentran las sociedades agentes de bolsa autorizados por la SMV.

## ANEXO 6: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro

<b>Agosto 2014</b> 1	<b>Septiembre 2014</b> 1	<b>Octubre 2014</b> 1
D L M M J V S	D L M M J V S	D L M M J V S
3 4 5 6 7 8 9	1 2 3 4 5 6	1 2 3 4
10 11 12 13 14 15 16	7 8 9 10 11 12 13	5 6 7 8 9 10 11
17 18 19 20 21 22 23	14 15 16 17 18 19 20	12 13 14 15 16 17 18
24 25 26 27 28 29 30	21 22 23 24 25 26 27	19 20 21 22 23 24 25
31	28 29 30	26 27 28 29 30 31
<b>Noviembre 2014</b> 4	<b>Diciembre 2014</b> 5	<b>Enero 2015</b> 6
D L M M J V S	D L M M J V S	D L M M J V S
2 3 4 5 6 7 8	1 2 3 4 5 6	1 2 3
9 10 11 12 13 14 15	7 8 9 10 11 12 13	4 5 6 7 8 9 10
16 17 18 19 20 21 22	14 15 16 17 18 19 20	11 12 13 14 15 16 17
23 24 25 26 27 28 29	21 22 23 24 25 26 27	18 19 20 21 22 23 24
30	28 29 30 31	25 26 27 28 29 30 31
<b>Febrero 2015</b> 7	<b>Marzo 2015</b> 8	<b>Abril 2015</b> 9
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 7	1 2 3 4 5 6 7	1 2 3 4
8 9 10 11 12 13 14	8 9 10 11 12 13 14	5 6 7 8 9 10 11
15 16 17 18 19 20 21	15 16 17 18 19 20 21	12 13 14 15 16 17 18
22 23 24 25 26 27 28	22 23 24 25 26 27 28	19 20 21 22 23 24 25
	29 30 31	26 27 28 29 30
<b>Mayo 2015</b> 10	<b>Junio 2015</b> 15	<b>Julio 2015</b> 17
D L M M J V S	D L M M J V S	D L M M J V S
3 4 5 6 7 8 9	1 2 3 4 5 6	1 2 3 4 5
10 11 12 13 14 15 16	7 8 9 10 11 12 13	6 7 8 9 10 11 12
17 18 19 20 21 22 23	14 15 16 17 18 19 20	13 14 15 16 17 18 19
24 25 26 27 28 29 30	21 22 23 24 25 26 27	20 21 22 23 24 25 26
31	28 29 30	27 28 29

-  Primer martes de cada mes: Subasta de letras por un monto referencial máximo de S/. 20 millones para los plazos de referencia de 3 meses y 9 meses
-  Tercer martes de cada mes: Subasta de letras por un monto referencial máximo de S/. 20 millones para los plazos de referencia de 6 meses y 12 meses.
-  Primer y tercer jueves de cada mes: Subasta de bonos por un monto referencial mínimo de S/. 20 millones para las referencias nominales 12SET2023 y 12FEB2055 y reales (VAC) 12FEB2030 y 12FEB2054.
-  Segundo y cuarto jueves de cada mes: Subasta de bonos por un monto referencial mínimo de S/. 20 millones para las referencias nominales 12AGO2017 y 12FEB2029 y reales (VAC) 13OCT2024 y 12FEB2040.
-  Anuncio de posibles subastas especiales e intercambio de los bonos nominales 12AGO2020 y 04ENE2026A y reales (VAC) 08JUN2016 y 13JUL2019 y otros bonos por cualquier bono de referencia actual o futuro.

**Términos y condiciones de la información contenida en este anexo:** En caso que alguna fecha de la subasta coincida con un día festivo, se realizará el día hábil siguiente. Cuando alguna de las referencias indicadas lleguen a su tope de S/. 4.000 millones, la nueva referencia será cualquiera de los bonos nominales 12FEB2019 y 12FEB2021 o los reales (VAC) 12FEB2018 y 12AGO2046. La frecuencia y monto máximo de referencia de las subastas de letras podrá ser incrementado a partir de enero de 2015. Salvo que en el aviso se indique lo contrario, la recepción de propuestas competitivas será de 9:30 a 10:30 am a través de los diferentes medios que se indiquen. Las redenciones de las letras serán los segundos miércoles de cada mes. En cualquier caso, la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público se reserva el derecho de modificar el calendario del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro.





ESTRATEGIA DE GESTIÓN GLOBAL DE ACTIVOS Y PASIVOS

2014 - 2017