



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

ESTRATEGIA DE
GESTIÓN GLOBAL
DE ACTIVOS Y PASIVOS

2015 - 2018

ESTRATEGIA DE **GESTIÓN GLOBAL** DE ACTIVOS Y PASIVOS*

2015 - 2018

* Documento aprobado por la Resolución Ministerial N° 398-2015-EF/52 con la recomendación 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 14º de la Ley N° 28563, especificando sus políticas, objetivos y metas, desde una perspectiva de largo plazo compatible con las metas fiscales y con la sostenibilidad de la deuda.

COMITÉ DE GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

Presidente:

ALONSO SEGURA VASI

Ministro de Economía y Finanzas

Miembros:

ROSSANA POLASTRI CLARK

Viceministra de Hacienda

ENZO DEFILIPPI ANGELDONIS

Viceministro de Economía

CARLOS BLANCO CÁCERES

Director General de Endeudamiento y Tesoro Público

CÉSAR LIENDO VIDAL

Director General de Política Macroeconómica y Descentralización Fiscal

Secretaría Técnica:

RENZO JIMÉNEZ SOTELO

Director de Análisis y Estrategia

Equipo Técnico:

Eduardo Olavegoya Hurtado

Josué Sifuentes Rodríguez

Frank Henríquez Coronel

Jonathan Gutiérrez Escudero

Malcolm Stewart Robles

Ángel Polo Rodríguez

Karla Montes Girao

Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2016-00842

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

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

Mensaje del Ministro de Economía y Finanzas

Durante el año 2014 el desempeño de la economía global mostró un singular contraste entre los principales bloques económicos mundiales, repercutiendo en resultados menos favorables a los esperados para los países emergentes. Así, los alentadores signos de recuperación alcanzados por EEUU, luego de más de 5 años de crisis, se vieron contrapesados por una mayor desaceleración de la economía china y un entorno de recesión y desempleo imperante en la zona euro.

En ese contexto, la economía peruana y las demás economías de la región enfrentaron nuevas condiciones externas, con menores precios de materias primas, una menor dinámica del comercio exterior y una paulatina reversión en los movimientos de flujos de capitales. A pesar de ello, el Perú logró mantener una sana estabilidad fiscal y macroeconómica, logrando un crecimiento positivo de 2,4% en 2014, manteniendo la inflación controlada en torno a la meta de 2,0% y alcanzando un resultado económico de -0,2% del PBI. Inclusive la República pudo efectuar una emisión internacional de bonos soberanos por S/. 7 000 millones como parte de la gestión de sus pasivos, operación reconocida como la mayor y más compleja emisión de un bono en moneda local en los mercados financieros internacionales.

Por tanto, en esta fase del ciclo condicionada en gran medida por factores totalmente exógenos, el rumbo de la política económica y financiera peruana está orientado por un lado a dinamizar los sectores más afectados por la desaceleración internacional, mientras que, paralelamente, es fundamental consolidar la implementación de reformas estructurales para garantizar la estabilidad financiera a largo plazo en el país. Para tal fin, la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos incorpora por primera vez de manera explícita un análisis prospectivo sobre las variables con repercusión directa en la sostenibilidad de las finanzas públicas, permitiendo anticipar y reforzar el diseño de acciones estratégicas preventivas ante la eventual materialización de escenarios adversos.

Las acciones que venimos implementando para profundizar el desarrollo del mercado doméstico de deuda soberana constituyen una pieza clave en el marco de la reforma del mercado de capitales local, de la modernización de la administración de las finanzas gubernamentales y del apoyo a la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera.

De esta manera, reforzaremos el modelo de emisiones de letras y bonos con subastas ordinarias, el cual ha permitido generar una menor volatilidad a la curva de rendimientos, y empezaremos a ejecutar operaciones de reporte con títulos del Tesoro, buscando dinamizar más el mercado de valores de deuda pública con el objetivo de ampliar más el acceso a este bien público y sentar las bases para el subsiguiente desarrollo de un mercado local de derivados de tasas de interés y futuros sobre los títulos del Tesoro. Complementariamente, se implementarán mejoras a la infraestructura tecnológica del mercado de valores de deuda pública para darle una mayor liquidez, transparencia y seguridad, en línea con los estándares internacionales formulados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y el Banco de Pagos Internacionales (BIS).

Los grandes retos que se presentan en materia de política financiera son consistentes con el firme compromiso asumido por este Gobierno de lograr ubicar al Perú dentro del selecto grupo de países miembros de la OCDE, alcanzando mejoras adicionales y afines a una calificación del riesgo soberano de A- o mejor, con una moderna gestión de activos y pasivos financieros en los tres niveles de gobierno y desarrollando más aún el mercado doméstico de valores de deuda pública para contribuir a velar por la estabilidad financiera del país en general.

Alonso Segura Vasi

Ministro de Economía y Finanzas del Perú

Mensaje del Director General de Endeudamiento y Tesoro Público

Luego de más de 4 años de iniciado el proceso de reforma y más de 2 años desde el lanzamiento de la primera versión del documento de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, y tras un arduo trabajo de implementación de los principales lineamientos de largo plazo e identificación de nuevos aspectos de mejora, presentamos su actualización para el período 2015-2018. Esta actualización, además de mantener los grandes lineamientos de política y ejes estratégicos iniciales, incorpora un enfoque prospectivo explícito con escenarios exploratorios futuros hacia el año 2030 para las principales variables estratégicas y sus respectivos impactos sobre los objetivos, indicadores y metas que el Tesoro se ha propuesto alcanzar dentro de la agenda para formar parte de la OCDE.

La normalización esperada de las condiciones financieras internacionales para los siguientes años nos plantea el desafiante reto de lograr una más eficiente gestión de activos y pasivos, en un entorno en el que el exceso de liquidez internacional seguirá regresando a sus mercados naturales, con la consecuente elevación de las tasas de interés y los tipos de cambio en los países emergentes, generándoles un entorno de menor crecimiento. Por ello, se hace necesario enfatizar nuestra visión de largo plazo en cuanto a la sostenibilidad de la deuda neta, la mejora en la gestión de su riesgo estructural de balance y el mayor desarrollo del mercado doméstico de deuda soberana.

Así, ratificamos el compromiso asumido en esta etapa de reformas para profundizar los avances en los diversos frentes contemplados en la Estrategia. Por el lado de los pasivos, se mantuvo el ritmo de las subastas ordinarias de bonos y se incrementó la frecuencia de emisión de letras. Por el lado de los activos, se aprobó la ley que faculta al Tesoro constituir una reserva secundaria de liquidez y se aprobó el reglamento del fondo de deuda soberana; sobre la gestión de tesorería, se terminó de diseñar el reglamento de operaciones de reporte con letras y bonos del Tesoro; mientras que en lo relativo a las reformas sobre la estructura de mercado se terminó el estudio de diagnóstico de la infraestructura del mercado de valores de deuda pública y se concluyó la construcción en fase de pruebas del portal para la venta de títulos del Tesoro al público minorista.

En lo que resta del presente año y de los que vienen, seguiremos consolidando nuestras acciones estratégicas, uno de cuyos puntos de quiebre lo constituirá el inicio de las operaciones de reporte con títulos de deuda pública, de cara al mayor dinamismo y liquidez del mercado doméstico de títulos del Tesoro, con la progresiva entrada en funcionamiento de los mecanismos centralizados de negociación de valores de deuda pública para brindar mayor seguridad y transparencia, favoreciendo además una mayor competencia e inclusión financiera. Asimismo, para ampliar la base de inversionistas no residentes de largo plazo, también se trabajará para que los que hoy no ingresan directamente al mercado local puedan en adelante efectuar sus operaciones a través de un sistema de compensación y liquidación internacional, sin perjuicio de continuar desarrollando el mercado de capitales local en general.

Finalmente, aun cuando el escenario económico y financiero que se avizora para los próximos años es más conservador, ratificamos nuestro entusiasmo y optimismo para seguir fortaleciendo las reformas y acrecentar la confianza de los inversionistas en general y de la sociedad peruana en particular sobre el accionar del Tesoro Público.

Carlos Blanco Cáceres

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	21
2. EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA IMPLEMENTADA HASTA 2014	23
2.1 Logros en la gestión de activos	23
2.2 Logros en la gestión de pasivos	25
2.3 Logros en la gestión de tesorería	39
2.4 Logros asociados a la estructura del mercado	42
2.5 Evaluación de las metas cuantitativas proyectadas	51
3. ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL	53
3.1 Activos financieros (ahorro bruto)	54
3.2 Pasivos financieros (deuda bruta)	55
3.3 Deuda pública neta	56
3.4 Rendimientos y costos	56
4. RIESGO ESTRUCTURAL DE BALANCE DEL GOBIERNO CENTRAL	62
4.1 Riesgo de liquidez	62
4.2 Riesgo de tasa de interés	65
4.3 Riesgo de tipo de cambio	68
4.4 Riesgo de concentración	72
4.5 Escenarios de estrés y balance de riesgos	74
5. EVOLUCIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO SOBERANO	78
6. ANÁLISIS PROSPECTIVO AL 2030	84
6.1 Antecedentes	84
6.2 Modelo conceptual, variables involucradas y tendencias priorizadas	85
6.3 Identificación de variables estratégicas y selección de indicadores clave	88
6.4 Construcción de escenarios	89
6.5 Escenario óptimo	91

6.6	Escenario base: Análisis tendencial	92
6.7	Escenario exploratorio A: Perú forma parte de la OCDE	94
6.8	Escenario exploratorio B: Precios de materias primas caen 50%	97
6.9	Escenario exploratorio C: Tasa de referencia en EEUU sube a 5%	101
6.10	Escenario apuesta	104
7.	ESTRATEGIA 2015- 2018	113
7.1	Gestión de activos	113
7.2	Gestión de pasivos	116
7.3	Gestión de tesorería	118
7.4	Estructura del mercado	120
8.	PROYECCIONES 2015-2018	124
8.1	Contexto actual y perspectivas	124
8.2	Escenarios para cuantificar el rango de las proyecciones	126
8.3	Proyección del servicio y composición de la deuda bruta	128
8.4	Servicio y costo en riesgo de la deuda bruta	132
8.5	Indicadores de sostenibilidad determinística de la deuda bruta	133
8.6	Proyección del servicio y composición de la deuda neta	136
ANEXO 1:	Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda	139
ANEXO 2:	Riesgos y Oportunidades de la Infraestructura Tecnológica de los Sistemas de Operación del Mercado de Valores de Deuda Pública	142
ANEXO 3:	Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro	147

RESUMEN EJECUTIVO

Evolución en el 2014

En la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos aprobada se dio a conocer, bajo una visión de largo plazo, los principios, las políticas, el objetivo y las metas más relevantes para la estrategia financiera de la deuda, el ahorro y la tesorería, definiéndose el marco de referencia de los lineamientos tácticos y las acciones generales para la gestión de activos y pasivos que deberán observar sistemáticamente tanto el Tesoro Público como todas las entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública, cuya evaluación y seguimiento está a cargo del Comité de Gestión de Activos y Pasivos, el cual es presidido por el Ministro de Economía y Finanzas.

Las directrices aprobadas constituyen la guía de orientación para la implementación de una adecuada gestión de los activos y pasivos de la Hacienda Pública. La vigencia de estas directrices en el tiempo garantiza la institucionalidad de las políticas de gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería, en línea con las buenas prácticas internacionales. En adelante, la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos estará focalizada principalmente en evaluar anualmente los avances y logros alcanzados según las acciones que se previeron para la gestión de los activos, los pasivos y la tesorería, así como para la estructura del mercado, incorporando además un análisis prospectivo para las variables con mayor repercusión directa sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo cual permite anticipar y diseñar adicionales acciones estratégicas complementarias a las ya aprobadas, ante la eventual materialización de riesgos de alta severidad para el país como el desplome del precio de las materias primas o una importante subida de las tasas de interés en los EEUU.

Así, durante el año 2014 se continuó con la implementación de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos en un contexto financiero internacional adverso. El éxito de las emisiones de bonos en moneda doméstica de los países emergentes fue afectado por la incertidumbre respecto a la política monetaria de la Reserva Federal estadounidense a implementarse y por la desaceleración observada en la economía china. A pesar de este panorama, se pudo seguir avanzando en el desarrollo de las líneas de acción específicas de la Estrategia para la gestión de los activos, los pasivos, la tesorería y la estructura de mercado, obteniéndose los siguientes logros:

En la gestión de activos

- Se perfeccionó el marco legal necesario que garantiza la constitución de la Reserva Secundaria de Liquidez.
- Se dio inicio al funcionamiento del módulo de subastas de fondos públicos del MEF, lo que permitió alcanzar un menor índice de concentración de fondos adjudicados, una mayor participación de las entidades de crédito no bancarias y una mayor transparencia en la adjudicación de fondos, además de promover una competencia entre las entidades financieras por la captación de fondos públicos.

- Se reglamentó la participación del Tesoro como secretario técnico del directorio del Fondo de Estabilización Fiscal y la obligación de reportar el detalle de sus ingresos y egresos, así como de sus saldos al inicio y fin de cada año.
- Se continuó incrementando la concesión de créditos públicos en soles con fondos captados en el mercado de valores a los otros niveles de gobierno para la financiación de proyectos, ayudando a las entidades públicas a mitigar su exposición al riesgo de tipos de cambio en la medida que sus ingresos se producen en soles.

En la gestión de pasivos

- Se logró incrementar en un 19% el número de entidades con acceso a las subastas ordinarias del mercado primario de bonos soberanos, sumando un total de 38.
- Se concedieron mejores incentivos en las subastas ordinarias del Tesoro desde 2013, equivalentes en promedio a un descuento en precio de 0,23% para los inversionistas adjudicados, considerando los precios observados en el mercado secundario el día anterior a las subastas, en contraste con la prima promedio de 0,25% cobrada por el Tesoro en las subastas locales efectuadas desde 2006.
- Los descuentos en precio concedidos por el Tesoro a los inversionistas en las emisiones locales de bonos (0,23%) han sido en promedio menores que los descuentos concedidos en las emisiones internacionales (1,48% promedio histórico 2002-2015), evidenciándose la existencia de un espacio importante para continuar desarrollando el mercado local.
- El costo histórico promedio del endeudamiento incurrido con bonos en soles nominales y reales ha sido 6,22%, mientras que el costo del endeudamiento en bonos en dólares, considerando el efecto de la variación acumulada del tipo de cambio desde cada apertura o reapertura, ha sido de 6,83% efectivo anual.
- Se aumentó en 70% el saldo de letras del Tesoro respecto al 2013 permitiendo constituir una referencia de corto plazo de instrumentos libres de riesgo.
- Se logró incrementar en 5% las entidades con acceso a las subastas ordinarias del mercado primario de Letras del Tesoro, sumando un total de 23.
- Se incrementó en 63% el monto negociado del mercado secundario de letras del Tesoro, el cual empieza a mostrar un desarrollo incipiente.
- Se incrementó a 7,5% del PBI el tamaño del mercado de valores de deuda pública, por encima del 6,4% mostrado en el 2013, explicado en buena medida por la emisión del bono soberano 2024 por S/. 7 000 millones como parte de una gestión de pasivos, la que inclusive fue reconocida como la mayor y más compleja emisión de un bono en moneda local en los mercados financieros internacionales.
- El total de fondos obtenidos en el 2014 a través de subastas ordinarias de bonos soberanos alcanzó S/. 4 252 millones (sin operaciones internacionales) con una demanda promedio que duplicó la oferta referencial.
- Se mejoró la liquidez en el mercado secundario de bonos de deuda pública, pasando de un promedio mensual negociado de S/. 2 864 millones en el 2013 a S/. 3 711 millones en el 2014.

- El índice de rotación de los bonos soberanos, que sirve para medir la profundidad del mercado en función a la proporción del saldo emitido que cambia de manos de inversionistas, se mantuvo por encima de las 1,8 veces en el 2014, a pesar de que las negociaciones contabilizadas sólo incluyen al 60% de las transferencias de titularidad efectuadas.
- La mayor participación de inversionistas residentes permitió que en el 2014 la participación relativa de los inversionistas no residentes disminuyera en 14% sin generar mayor inestabilidad en las tasas de interés del mercado, de hecho la curva de rendimientos cerró en el 2014 ligeramente por debajo del nivel al cual cerró en el 2013, con lo cual la participación de los inversionistas residentes subió a 62%.
- El mayor endeudamiento interno se reflejó en la disminución del ratio de deuda externa respecto al total de la deuda pública, el que bajó de 54% a 50% en el 2014.
- El reinicio de la emisión de bonos VAC desde el 2013 contribuyó a (i) incrementar en 57% el monto negociado, (ii) incrementar en 75% el número de participantes en el mercado secundario, (iii) refrescar la curva soberana de rendimientos en soles reales que utilizan como referencia las emisiones de bonos VAC empresariales, especialmente los que financian grandes proyectos de infraestructura, y (iv) identificar las expectativas de inflación y a valorizar este tipo de instrumentos que también sirven para financiar los seguros de renta vitalicia.
- Se incrementó la transparencia en las subastas ordinarias del Tesoro con la publicación de reportes semanales de análisis de resultados en cumplimiento de las políticas nacionales de obligatorio cumplimiento.
- Publicación de un calendario de subastas ordinarias de títulos del Tesoro Público para dotar de mayor predictibilidad al mercado.

En la gestión de tesorería

- Se realizaron consultorías con apoyo de SECO y el FMI para optimizar la gestión de la tesorería y el manejo de los ingresos por recaudación de tributos, con recomendaciones para su implementación.
- Se fortaleció la metodología de determinación de límites de contraparte por entidad financiera que tienen las entidades públicas en las subastas de fondos públicos con la implementación de la calificación de riesgo de crédito ajustada por vulnerabilidad al riesgo cambiario.
- Se diseñó el reglamento de las operaciones de reporte con valores de deuda pública, en coordinación con CAVALI, la Superintendencia del Mercado de Valores, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP y las diferentes entidades financieras.

En la estructura de mercado

- El desarrollo del mercado de valores de deuda pública continuó generando externalidades positivas sobre el mercado de deuda privada. Así, i) se incrementó la participación de los soles en el total de la deuda privada subiendo de 30% a 62% en el periodo 2004-2014, ii) el plazo de vencimiento de la curva de rendimiento se extendió (34% de las emisiones realizadas fueron

por plazo mayores a los 7 años en el 2014), iii) la liquidez y profundidad se incrementaron (el monto negociado aumentó en 27% en el 2014), y iv) el mercado de deuda en soles reales se reactivó (11% del saldo total vigente está denominado en soles reales).

- Se desarrolló el estudio “Diagnóstico de la Infraestructura Tecnológica de los Sistemas de Operación del Mercado de Valores de Deuda Pública en el Perú” a cargo de las firmas consultoras BME Innova y Analistas Financieros Internacionales (AFI), valorando la situación actual de cada uno de los eslabones de la cadena de valor del mercado de deuda soberana en soles e identificando recomendaciones cruciales para su profundización y mejora de la transparencia, la liquidez, la competencia y la seguridad de las transacciones realizadas.
- Se inició la construcción de la plataforma de venta de títulos del Tesoro al público minorista para alcanzar uno de los principales objetivos del Gobierno en materia de inclusión: “La mitigación de las barreras geográficas y económicas para que las personas, independientemente de su ubicación geográfica o nivel socioeconómico, puedan ahorrar adquiriendo títulos de deuda pública”.
- Se continuó mejorando el nivel de satisfacción del público objetivo del portal de Relaciones con Inversionistas (ver www.mef.gob.pe/tesoro/encuestas.php).
- Se aprobó el Reglamento Operativo del Fondo de Deuda Soberana, estableciéndose el marco general para su funcionamiento, lo que permitirá generar un mayor dinamismo en el mercado de títulos del Tesoro Público en soles.
- Se continuó con la publicación diaria del Índice del Tesoro a través de los reportes que la Oficina de Relaciones con Inversionistas envía a los participantes del mercado de deuda pública y se publican en www.mef.gob.pe/inversionistas.

En este contexto, cuatro de los siete indicadores de seguimiento de la deuda bruta del Gobierno Central se ubicaron dentro o por encima del rango previsto. Las metas restantes en general se ubicaron en niveles cercanos a sus respectivos límites inferiores, lo cual evidencia la mejora cualitativa de la estructura de la deuda bruta basada en un mayor nuevo endeudamiento en soles a tasa fija y en los alivios que se obtuvieron con las operaciones de administración de deuda ejecutadas.

Evaluación de las metas cuantitativas referenciales del Gobierno Central

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2014	Resultado final diciembre 2014 ^{1/}
Porcentaje de soles en el portafolio	53,5% - 62,9%	51,7%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el portafolio	80,3% - 81,1%	81,8%
Proporción de deuda interna en el portafolio	51,4% - 60,8%	49,8%
Vida media (años)	12,9 - 14,2	13,0
VMR (años)		12,0
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses ^{2/}	5,5% - 4,9%	4,1%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local ^{3/}	82,2% - 88,1%	82,1%

Fuente MEF - DGETP.
1_/ Todos los indicadores mostrados corresponden sólo al Gobierno Central.
2_/ Indicador que mide la presión más inmediata de pagos.
3_/ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deudas.

De esta manera, el balance de los activos y pasivos financieros del Gobierno Central, unidad institucional de la Hacienda Pública cuya capacidad de pago es relevante para la evaluación y calificación de riesgo soberano, cerró el 2014 con una deuda bruta y una deuda neta equivalentes a 17,0% y 5,8% del PIB y a 89,7% y 30,4% del total de ingresos. Este mayor endeudamiento neto respecto de 2013 se debió principalmente al menor ritmo de crecimiento de los activos cuyo incremento anual fue de S/. 6 572 millones respecto al crecimiento de los pasivos que fue S/. 9 477 millones, impulsado principalmente por una mayor emisión de bonos soberanos. En lo que respecta al costo anual total de los pasivos financieros medido en soles, éste pasó de 10,7% a 8,9%, mientras que el rendimiento anual total de los activos financieros medido en soles pasó de 4,9% a 4,2%. En cuanto al costo de la deuda neta, ésta se redujo de 5,8% a 4,8%.

Estos logros también se han reflejado en las calificaciones de riesgo soberano donde el Perú tiene una A- con cuatro de cinco agencias de riesgo. Sin embargo, aún se presentan oportunidades de mejora en las brechas identificadas con otros países referentes de la región como Brasil, Chile, Colombia y México y también frente a los países de la OCDE como Australia, Canadá, Finlandia y Nueva Zelanda, los cuales tienen alguna semejanza con el Perú por ser economías productoras de materias primas o ser economías pequeñas y abiertas.

Estrategia financiera 2015-2018

La Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos incorpora el análisis prospectivo como herramienta para mejorar la decisión del Gobierno sobre la apuesta de futuro. Mediante el análisis prospectivo¹ se diseñan un conjunto de escenarios futuros posibles a partir de los cuales se arma el escenario futuro más satisfactorio tomando como referencia los resultados actuales y las lecciones del pasado, construyendo el denominado “escenario apuesta”. Cabe mencionar que la prospectiva no es una proyección, sino más bien la construcción de la tendencia de cada uno de los escenarios futuros posibles y la elección de un escenario al que se apuesta y en función al cual se construye un plan para alcanzarlo. Asimismo, debe tenerse en consideración que todos los escenarios implican la presencia de ciclos económicos ineludibles, por lo que siempre está abierta la posibilidad de tomar medidas contingentes que permitan prevenir, mitigar y superar el impacto desfavorable de la ocurrencia de choques adversos temporales sobre la economía nacional.

Los escenarios evaluados incluyen variables e indicadores estratégicos que repercuten sobre los lineamientos de política financiera aprobados. En el análisis prospectivo se definieron 5 escenarios exploratorios que toman como horizonte temporal el año 2030².

¹ El presente análisis prospectivo está basado en el realizado entre las distintas entidades del Sector Economía y Finanzas, en atención a lo establecido en la Directiva N° 001-2014-CEPLAN, “Directiva General del Proceso de Planeamiento Estratégico - Sistema Nacional de Planeamiento Estratégico” aprobada mediante Resolución N° 26-2014-CEPLAN/PCD.

² El estudio preliminar en coordinación con CEPLAN para todo el Sector Economía y Finanzas también abarcó un horizonte temporal hacia el año 2030.

Variables e Indicadores estratégicos

Variable	Indicador
Producto bruto interno	PBI per cápita (US\$, paridad de poder adquisitivo)
Institucionalidad	Nivel de institucionalidad
Deuda pública	Deuda / Ingresos GC (%) Deuda externa / Deuda total GC (%) Pago de intereses / Ingresos GC (%)
Ingresos públicos	Ingresos tributarios GC / PBI (%) Ingresos no tributarios GC / PBI (%)
Ahorro público	Activos financieros / Gastos del GC (%)
Flujo de capitales	Balanza en cuenta corriente / PBI (%)
Mercado de materias primas	Índice de precios de materias primas ³
Desarrollo de mercados financieros	Saldo de bonos públicos y privados en moneda local / PBI (%) Diferencial entre tasas de interés activas y pasivas (%)
Estabilidad financiera	Desviación estándar de rendimiento a 10 años del Tesoro (pb)
Dolarización financiera	Depósitos bancarios en dólares / Depósitos bancarios totales (%)
Política monetaria de EEUU	Tasa de referencia de la Reserva Federal

El desempeño de las variables estratégicas es evaluado a través de los 5 escenarios exploratorios siguientes:

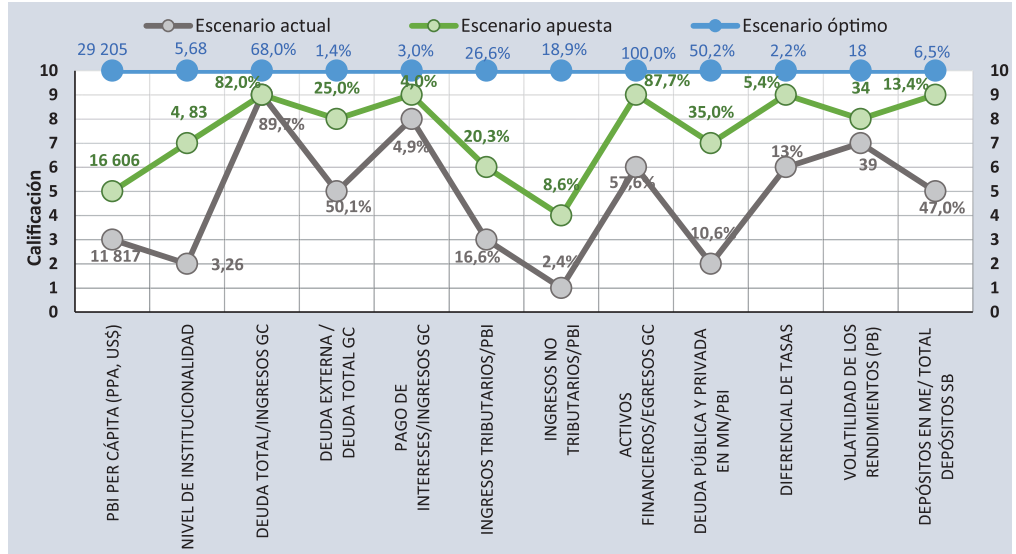
- **Escenario óptimo**, permite delimitar una meta ideal para cada indicador representativo de las variables estratégicas seleccionadas y sirve como punto de comparación y análisis, tomando como referencia los resultados obtenidos para los países que pertenecen a la OCDE con mejor riesgo soberano.
- **Escenario tendencial**, contempla la posibilidad de no tomar alguna acción adicional distinta a las ya tomadas con el fin de mejorar el desempeño cada indicador, es decir, implica asumir la continuidad del patrón histórico.
- **Escenario exploratorio A**, supone que el Perú ha incorporado cambios estructurales que coadyuvan a disminuir las brechas con los países miembros de la OCDE.
- **Escenario exploratorio B**, considera los efectos de una caída de los precios de las materias primas de un 50% en promedio de modo permanente.
- **Escenario exploratorio C**, considera los efectos de una abrupta subida al 5% en la tasa de referencia de los Estados Unidos.

Una vez analizados y sensibilizados los escenarios exploratorios, se elabora el “Escenario apuesta” para responder a lo que debería de suceder (riesgos y oportunidades) y lo que se debería realizar para alcanzar el futuro deseable (acciones estratégicas). En la medida que el Perú fue invitado formalmente en el 2014 por la OCDE a participar en el programa país, se tomó como base lo analizado en el escenario optimista a fin de identificar las acciones que permitan contribuir a alcanzar más rápidamente los estándares de los países de ese grupo en materia de gestión de activos y pasivos financieros públicos, considerando la situación actual de cada una de las variables

³ IMF Primary Commodity Prices (2005=100).

estratégicas seleccionadas. El escenario apuesta plantea una situación favorable respecto al escenario actual, recogiendo las mejoras en el largo plazo de los indicadores estratégicos relacionados con la gestión global de activos y pasivos financieros de la Hacienda Pública, lo que contribuiría a una mejora en la calificación crediticia soberana, en tanto se logre alcanzar el nivel de los indicadores mostrados por países que actualmente tienen una calificación crediticia superior a la que cuenta el Perú.

Escenario apuesta



Elaboración: Propia

En este sentido, el desafío consiste en cómo, desde el ámbito de acción del Comité de Gestión de Activos y Pasivos, se logra acelerar el cierre de brechas que permitan aprovechar las oportunidades y mitigar los riesgos identificados, especialmente en el ámbito de los lineamientos de política asociados a la gestión de activos y pasivos de toda la Hacienda Pública. Así, entre las principales brechas se observan el reducido tamaño relativo del mercado de valores del Tesoro, la reducida tenencia de valores del Tesoro en el sistema financiero local, la elevada proporción de deuda externa y de dolarización de la deuda pública y privada, entre otras. Por tanto, además de las acciones relacionadas a la gestión de activos, pasivos, tesorería e infraestructura de mercado que se vienen implementando desde el 2013, y respetando los mismos lineamientos de política de gestión de activos y pasivos aprobados, se deben adicionar las acciones sobre los temas indicados para acercar al Tesoro Público hacia el escenario apuesta:

■ En la gestión de activos

- a) Aprobación de los criterios y mecanismos de gestión de la Reserva Secundaria de Liquidez y explorar nuevas fuentes para su financiamiento.
- b) Aprobación de lineamientos y directrices de inversión de los ahorros acumulados en el Fondo de Estabilización Fiscal.
- c) Aprobación de criterios de inversión del Fondo de Deuda Soberana para apoyar a la formación de precios.
- d) Continuación de subastas de depósitos de fondos del Tesoro en coordinación con el Banco Central de Reserva.
- e) Aprobación de políticas y criterios para la gestión de todo tipo de depósitos e inversiones del Tesoro dentro de una gestión global de los activos y pasivos.
- f) Capacitación a los responsables de las entidades de los 3 niveles de gobierno para reforzar la aplicación de los lineamientos y criterios de rentabilización de sus fondos y demás activos financieros.
- g) Operaciones de recompra y reventa de títulos del Tesoro en forma contracíclica para proveer liquidez y contribuir a la estabilidad de las tasas de interés.

■ En la gestión de pasivos

- a) Aumento de la oferta de letras del Tesoro para ampliar la participación del segmento de mercado minorista a través de agencias de bolsa.
- b) Aumento de la oferta de bonos del Tesoro en el tramo corto para el manejo de tesorería de bancos, cajas, aseguradoras generales y fondos mutuos.
- c) Aumento de la oferta de bonos del Tesoro en el tramo medio para atender la demanda de bancos, fondos de pensiones y no residentes.
- d) Mantenimiento de la oferta de bonos del Tesoro en el tramo largo para atender los requerimientos de fondos de pensiones y aseguradoras de vida.
- e) Endeudamiento externo contracíclico temporal que permita prevenir, mitigar y superar la ocurrencia de choques adversos.

■ En la gestión de tesorería

- a) Colocación temporal de dinero para los compradores y los tenedores de letras y bonos de referencia a través de operaciones de reporte.
- b) Colocación temporal de valores del Tesoro para los que no se adjudicaron o no los consiguieron en el mercado a través de operaciones de reporte.
- c) Consolidación de la información de activos y pasivos financieros para el seguimiento de políticas de las instituciones de todos los niveles del gobierno.
- d) Incremento en la cobertura de las operaciones de pago electrónico de obligaciones del Estado.
- e) Implementación de la fungibilidad de los fondos gestionados por el Tesoro.

▪ En la estructura de mercado

- a) Mantenimiento semanal de las curvas soberanas en soles nominales y soles VAC como referencia para el mercado de capitales local
- b) Reducción o eliminación de asimetrías de regulación para todos los participantes del mercado de valores de deuda pública.
- c) Mejora en la metodología de valorización de los títulos del Tesoro en línea con el progresivo mayor desarrollo de mercado.
- d) Implementación de un sistema de garantías para la liquidación de operaciones con títulos del Tesoro.
- e) Desarrollo de la plataforma propia para la venta de títulos de deuda pública para que el mercado minorista no profesional incremente el ahorro interno.
- f) Publicación diaria de Índices del Tesoro como referencias públicas de libre riesgo para el mercado a corto, medio y largo plazo.
- g) Mejor infraestructura tecnológica para ganar economías de escala y lograr un menor costo para el inversionista minorista.
- h) Implementación de un sistema de liquidación y compensación internacional para las operaciones con bonos en soles para no residentes.
- i) Adecuación a normas y estándares internacionales dentro todos los niveles de la Hacienda Pública.

Resultados esperados

Para cuantificar los resultados esperados se elaboraron cuatro escenarios de proyección determinística consistentes con el Marco Macroeconómico Multianual 2015-2018 Revisado y las metas y reglas fiscales contenidas allí. La finalidad de efectuar estas proyecciones es la de cuantificar el impacto de las principales acciones específicas que se llevarán a cabo como parte de la implementación de la gestión de la deuda al cierre del año 2018. 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 proyecta un crecimiento de la actividad económica en un rango que oscila en torno al 3,0% para el año 2015. Para el periodo 2016-2018, se espera una recuperación del crecimiento del PBI en torno al 4,7%, liderado por una mayor inversión en infraestructura y mayor producción minera. Asimismo, se espera que el resultado primario del Gobierno Central convergerá gradualmente de -1,4% del PBI en el 2015 hacia un -0,9% en el 2018. 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.

Escenario base	2014	2015	2016	2017	2018
Deuda del G.C./PBI	17,0%	18,1%	21,1%	21,4%	21,5%
Servicio del G.C./PBI	1,7%	1,7%	2,0%	1,7%	2,1%
Amortizaciones del G.C./PBI	0,7%	0,7%	0,9%	0,6%	1,0%
Intereses del G.C./PBI	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%

Indicador de la deuda bruta	Pesimista - Optimista a fines de 2018
Porcentaje de soles	49,1% - 65,1%
Porcentaje a tasa fija nominal	70,1% - 75,8%
Proporción de deuda interna	48,6% - 64,5%
Vida media (años)	12,6 - 15,6
Reprecio medio (años)	10,7 - 14,8
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses	2,8% - 2,7%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local	60,1% - 81,2%

El escenario optimista supone que la economía peruana registrará un crecimiento en torno al 3,5% anual, mientras que el escenario pesimista, un 2,5% anual. Así, en el primer caso se observaría un mayor resultado primario del Gobierno Central, el cual convergerá de un déficit de -1,1% del PBI en el 2015 a un superávit de +0,3% del PBI en el 2018. En tanto que para el segundo caso, el resultado primario del Gobierno Central se deterioraría gradualmente hasta un -3,5% en el 2018. Esto afectaría las expectativas de los agentes, traducándose en un menor dinamismo del gasto privado, principalmente por las menores inversiones o postergaciones de las mismas, ralentizándose las operaciones de gestión de deuda tanto en tiempo como en monto.

Finalmente, se incluye el nuevo cronograma 2016 del Programa de Subastas Ordinarias del Títulos del Tesoro, donde se indica que el nuevo cronograma de las subastas ordinarias de letras (cuatro primeros martes útiles de cada mes) y de bonos (cuatro primeros jueves útiles de cada mes), con nuevos valores de referencia nominales y reales, en un contexto en el cual se espera una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales a medida que la Reserva Federal estadounidense inicie el ciclo de alza de su tasa referencial. Sin embargo, la mejora de la economía local esperada en los próximos años contribuirá una mayor demanda por los títulos del Tesoro.

1. INTRODUCCIÓN

La Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos contiene las principales directrices de gestión global de los activos y pasivos financieros que, bajo una visión de largo plazo, deben ser observados, tanto por el Gobierno Central como por las demás entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública, a fin de hacer un más eficiente manejo de los descalces de balance a lo largo del ciclo económico. Este documento, que se constituye en una sólida guía de orientación para una adecuada y progresiva implementación de la gestión de los activos y pasivos financieros en todo el Sector Público, fue aprobado mediante la Resolución Ministerial N° 245-2014-EF/52 y su vigencia se mantiene en el tiempo, es decir, sin alteraciones en la esencia de los conceptos y los alcances allí definidos, garantizando la institucionalidad de este plan multianual de largo plazo.

A partir de este año, la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos está focalizada en evaluar los avances y los logros alcanzados a partir de las acciones estratégicas aprobadas para mejorar la gestión de los activos, los pasivos, la tesorería y la estructura del mercado, resultados que permitirán confirmar la adecuada gestión que se viene imprimiendo en estas áreas o los ajustes necesarios que se deben de realizar para adecuar estas acciones a las nuevas circunstancias que se vayan generando en el futuro. Por ello, en el presente documento se ha incorporado un análisis prospectivo de las variables que tienen repercusión directa sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas para anticipar y diseñar nuevas acciones estratégicas preventivas ante la eventual materialización de riesgos de alta severidad para el país como el desplome del precio de las materias primas o un mayor deterioro de las cuentas externas.

La importancia de ofrecer transparencia y predictibilidad a los agentes económicos respecto a la estrategia del Gobierno para profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local, principal medio para cubrir sus requerimientos de gestión financiera, exige que el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda, incluido en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos (ver Anexo N° 1), sea actualizado con las principales líneas de acción de política de endeudamiento público que permita armonizar la captación de recursos para cubrir los requerimientos fiscales, fortalecer el mercado de valores de deuda pública en soles y, al mismo tiempo, contribuya a asegurar la sostenibilidad de la deuda pública total, en el marco de un manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas.

La Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos es consistente con la política macroeconómica en general y con la política fiscal descrita en el Marco Macroeconómico Multianual actualmente vigente y su alcance contribuye a reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas frente a los choques externos adversos en tanto privilegia que el nuevo endeudamiento debe obtenerse en el mercado doméstico en soles. De esta manera, la gestión de los activos y pasivos financieros del Gobierno Central y más adelante, de las entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública, debe decantar en una deuda pública neta fortalecida que sustente adecuadamente el financiamiento de las necesidades fiscales y que diseñe la posibilidad de continuar consolidando mejoras en las calificaciones de riesgo soberano actualmente asignadas al Perú.

La intención del presente documento es presentar una transparente rendición de cuentas de los avances ya logrados en 2014 donde se destaca el rol clave de la estrategia para hacer cualitativamente más robusta la estructura de la deuda pública bruta, 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, haciendo viable la promesa de promover una mayor inclusión financiera a lo largo y ancho del país.

El resto del documento se organiza en siete secciones que tocan cuatro grandes tópicos. En la primera sección se hace un breve repaso de los logros alcanzados con la estrategia implementada hasta 2014. En la segunda y la tercera secciones siguientes se hace un análisis de los activos y pasivos del Gobierno Central y del riesgo estructural de balance involucrado. En la cuarta sección se revisa la evolución de la calificación de riesgo soberano. En la quinta y la sexta secciones se hace un análisis prospectivo al año 2030 y se detallan las acciones complementarias más relevantes para el periodo 2015-2018. En la séptima sección se proyectan los resultados esperados de la ejecución de la estrategia sobre los principales indicadores que anualmente se reportan al Congreso, considerando los escenarios del Marco Macroeconómico Multianual vigente.

2. EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA IMPLEMENTADA HASTA 2014

En el 2014 se aprobó⁶ la ampliación del alcance de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos que fue aprobada⁷ en 2013, dando a conocer, bajo una visión de largo plazo, las políticas, los objetivos y las metas más relevantes para la estrategia financiera de la deuda y la tesorería, así como el marco de referencia de los lineamientos y acciones generales para la gestión de activos y pasivos que deberán observar todas las entidades o unidades institucionales que conforman la Hacienda Pública, y cuya evaluación y seguimiento está a cargo del Comité de Gestión de Activos y Pasivos que lo preside el Ministro de Economía y Finanzas.

Así, en la medida que las principales directrices de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos constituyen una sólida guía de orientación para la implementación de una adecuada gestión de los activos y pasivos de la Hacienda Pública, la esencia de los conceptos y los alcances definidos garantizan la institucionalidad de las políticas de gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería de acuerdo con las buenas prácticas internacionales.

Por ello, el énfasis inicial del documento se focaliza en evaluar los avances y los logros alcanzados según las acciones que se previeron para la gestión de los activos, los pasivos, la tesorería y la estructura del mercado, incorporando después un análisis prospectivo de las variables estratégicas con repercusión directa sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que permitirá además, anticipar y diseñar adicionales acciones estratégicas complementarias a las ya aprobadas, ante la eventual materialización de riesgos de alta severidad para el país como el desplome del precio de las materias primas o una importante subida de las tasas de interés en EEUU.

A continuación se hace un breve resumen de los principales logros alcanzados:

2.1 Logros en la gestión de activos

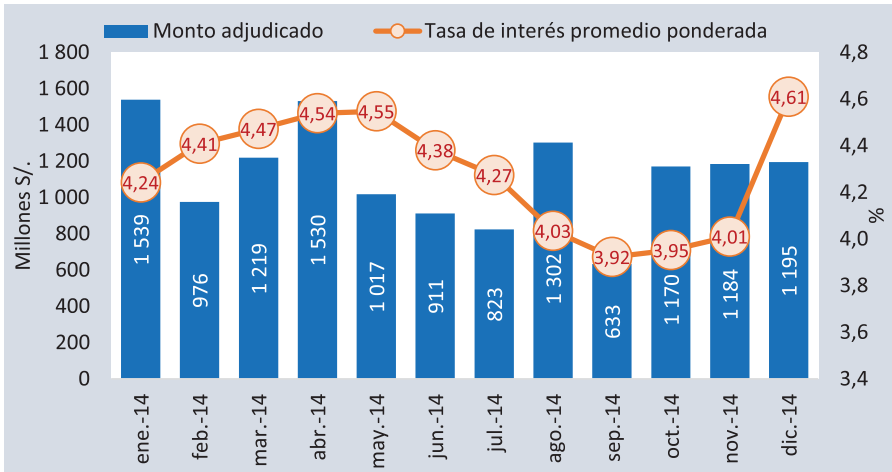
- **Reserva secundaria de liquidez.** En diciembre de 2014, a través de la Ley de Equilibrio Financiero de Presupuesto del Sector Público para el Año Fiscal 2015, se aprobó una disposición complementaria modificatoria a la Ley 28693, Ley General del Sistema Nacional de Tesorería, por medio de la cual se perfeccionó el marco legal necesario para tener una Reserva Secundaria de Liquidez de hasta 1,5% del Producto Interno Bruto del año que corresponda, estando en curso la implementación operativa de su utilización, reposición y gestión.

⁶ Aprobado y publicado el 25 de julio de 2014 mediante la Resolución Ministerial N° 245-2014-EF/52.

⁷ Aprobado y publicado el 24 de mayo de 2013 mediante la Resolución Ministerial N° 157-2013-EF/52.

- **Subastas de depósitos de fondos públicos.** Durante el año 2014 las empresas y entidades públicas realizaron un promedio de 40 subastas mensuales de depósitos a plazo en soles, utilizando la plataforma del módulo de subastas del Tesoro, por un monto total adjudicado de S/.13 508 millones, con una demanda promedio de 4,3 veces la oferta, lográndose generar una mayor competencia, diversificación y transparencia, así:
 - El índice de concentración de fondos adjudicados en soles pasó de 1,740 puntos en el primer mes del año a 1 227 puntos a diciembre.
 - Mejoró la participación de entidades no bancarias, por ejemplo, las cajas municipales pasaron de 2% en enero a 6% en diciembre.
 - Aumentaron las entidades públicas que reportan sus activos financieros en la plataforma, pasando de 116 en enero a 233 en diciembre.
 - Mejoró la calidad y cantidad de información referencial para una gestión de caja más activa del Tesoro Público.
 - Mejoró la transparencia de información respecto a la gestión de fondos de las entidades y empresas públicas.

Gráfico N° 1
EVOLUCIÓN DE SUBASTAS DE DEPÓSITOS A PLAZO



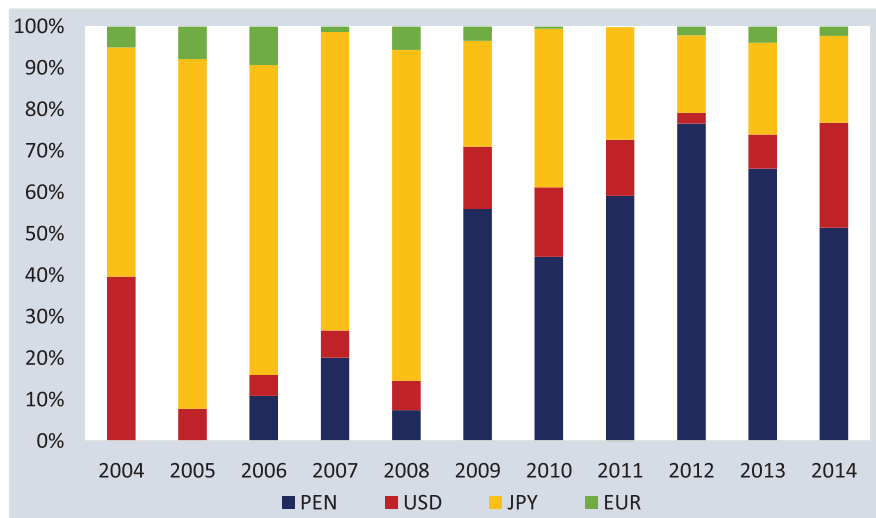
Fuente: MEF - DGETP.

- **Fondo de estabilización fiscal.** Durante el año 2014, mediante el Decreto Supremo N° 104-2014-EF, se aprobó el Reglamento de la Ley N° 30099- Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal. En el Título IV del citado Reglamento se detallan las funciones del Directorio del Fondo de Estabilización Fiscal y de la Secretaría Técnica, que recae en la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público, señalándose además los procedimientos para su gestión, su utilización, su reposición y su auditoría. También especifica que la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público, dentro de los noventa (90) días calendario de concluido cada ejercicio fiscal, informará el detalle de los ingresos y egresos, y los saldos al inicio y al

final del año anterior, información que será publicada en el portal institucional del Ministerio de Economía y Finanzas y en el diario oficial El Peruano.

- Créditos públicos en soles.** Durante el año 2014 los desembolsos realizados por el Gobierno Central a las entidades del sector público en soles se mantuvieron por encima del 50,0%, tal como se ha venido observando desde el año 2009 (a excepción del año 2010 cuando este ratio representó el 44,4%). La importancia de la participación de la moneda local en el segmento de los créditos públicos que otorga el Gobierno Central a través de convenios de traspasos de recursos ayuda a las entidades públicas a mitigar su exposición al riesgo de tipos de cambio en la medida que sus ingresos se canalizan en esta moneda. Por otra parte, desde el año 2012 se empezó a otorgar créditos públicos con recursos captados en el mercado de valores de deuda pública, los mismos que explican en promedio el 33% del total de los soles otorgados en los últimos 3 años.

Gráfico N° 2
EVOLUCIÓN DE DESEMBOLSOS DE CRÉDITOS A LAS ENTIDADES PÚBLICAS

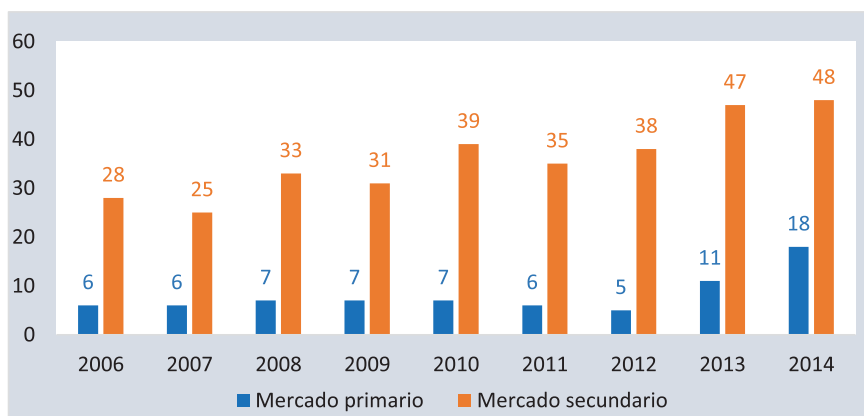


Fuente: MEF - DGETP.

2.2 Logros en la gestión de pasivos

- Acceso a subastas ordinarias de bonos soberanos nominales.** En 2014 se autorizaron a 6 nuevas entidades para participar en las subastas de bonos, sumando un total de 38, un incremento de 19% respecto de 2013. De este total, 18 fueron los que participaron en el mercado primario, 7 adicionales al observado en 2013.

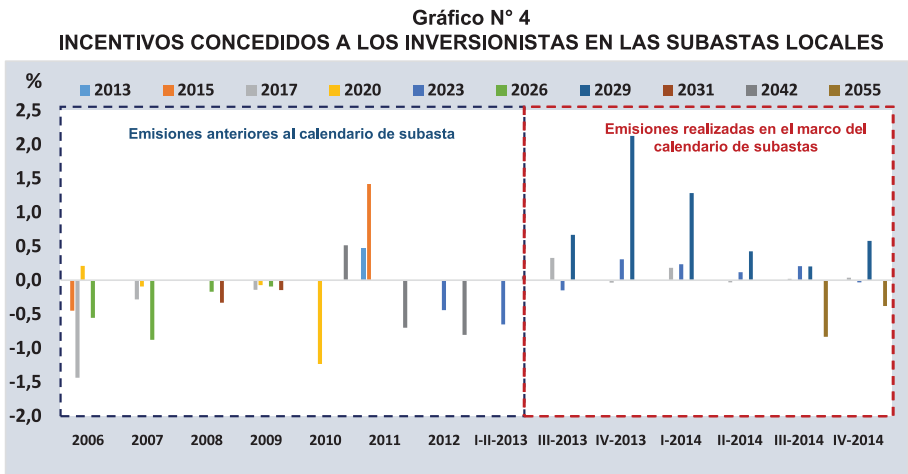
Gráfico N° 3
NÚMERO DE PARTICIPANTES EN EL MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO DE BONOS
SOBERANOS NOMINALES 2006-2014



Fuente: MEF - DGETP.

■ **Mejores incentivos con la ejecución de subastas ordinarias del Tesoro.** Desde 2013 se viene mostrando un comportamiento más favorable al desarrollo del mercado de valores de deuda pública local, lo que se traduce en que se haya concedido en las subastas un promedio de descuento en precio de 0,23% para el inversionista respecto del precio de mercado del día anterior⁸, en contraste con la ejecución de las subastas efectuadas hasta 2012 en el mercado local, las cuales eran de carácter oportunista e inclusive consiguieron que el Tesoro cobrara a los inversionistas un promedio de 0,25% de prima en precio, a costa de un comportamiento menos predecible, tanto en el cumplimiento de calendarios de subasta como en el número de subastas que tuvieron que declararse desiertas para reducir o eliminar descuentos muy altos. Siendo la subasta de títulos del Tesoro un juego de suma nula, es decir, un juego en donde lo que gane el Tesoro lo pierde el conjunto de inversionistas y viceversa, desde 2013 se cambió el sistema de adjudicación de las tasas en las subastas (sistema híbrido o subasta española) de tal manera que, en promedio el Tesoro concede un descuento al conjunto de inversionistas participantes, pero cada inversionista individual gana en función al nivel de competitividad de las pujas que presenten, eliminando los incentivos de colusión implícita que se generaban cuando la subasta se adjudicaba con una tasa única (sistema de precio único o subasta holandesa).

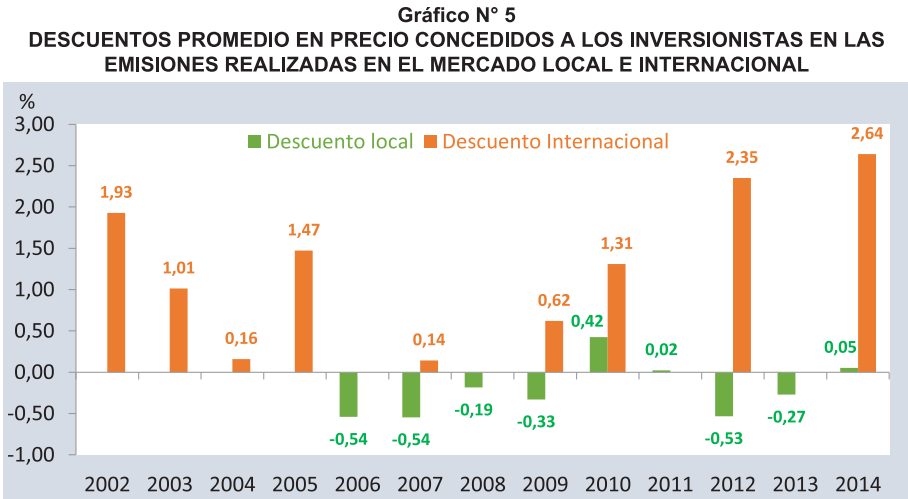
⁸ Descuento en precio = $\frac{[\text{Precio de adjudicación (t)} - \text{Precio de mercado (t-1)}]}{\text{Precio de mercado (t-1)}}$
 Prima en precio = - Descuento de precio



Fuente: MEF - DGETP.

■ **Menor descuento en precio concedido por el Tesoro a los inversionistas en las operaciones de endeudamiento en el mercado local frente al mercado internacional.**

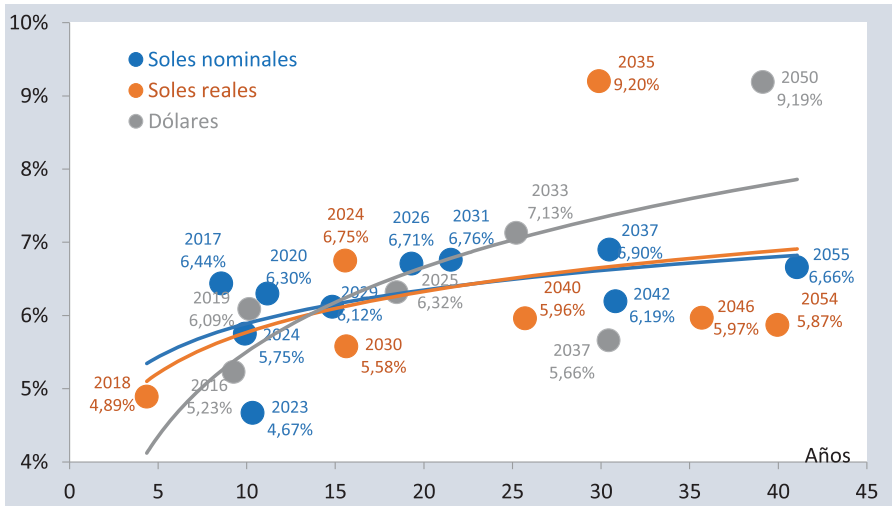
Los descuentos en precio concedidos históricamente por el Tesoro a los inversionistas en las subastas de bonos en el mercado local han sido menores e inclusive entre 2006 y 2012 han sido en promedio negativos (-0,23%), que es equivalente al cobro de una prima o “sobreprecio” por parte del Tesoro a los inversionistas, a diferencia de los descuentos en precio que se han concedido en las emisiones de bonos en el mercado internacional (1,48% promedio histórico 2002-2014). Este menor descuento evidencia la existencia de un espacio importante para continuar desarrollando el mercado local, los mismos que pueden mantenerse por debajo de los descuentos concedidos en las emisiones internacionales si se mantiene la mayor predictibilidad y los menores montos relativos de referencia para las ofertas, contribuyendo a producir una menor volatilidad en los precios de los títulos subastados y generar mayores externalidades positivas para el desarrollo de todo el mercado de capitales doméstico.



Fuente: MEF - DGETP.

- **Mayor estabilidad del costo del endeudamiento con bonos en soles nominales y VAC frente al costo con bonos en dólares.** El costo para la República del endeudamiento con bonos en dólares, el cual se determina por la tasa a la que son emitidos más la variación acumulada del tipo de cambio del dólar medido en soles nominales, ha registrado una tasa promedio ponderada de 6,83% efectiva anual. Por otro lado, el costo promedio histórico medido en soles nominales para la emisión de bonos en soles nominales y reales (VAC) ha registrado una tasa efectiva anual promedio ponderada de 6,22%. Cabe resaltar que el sol es la moneda en la que se generan la mayoría de los ingresos públicos y con la que se formula y aprueba el presupuesto del gasto público (ver Gráfico N° 6).

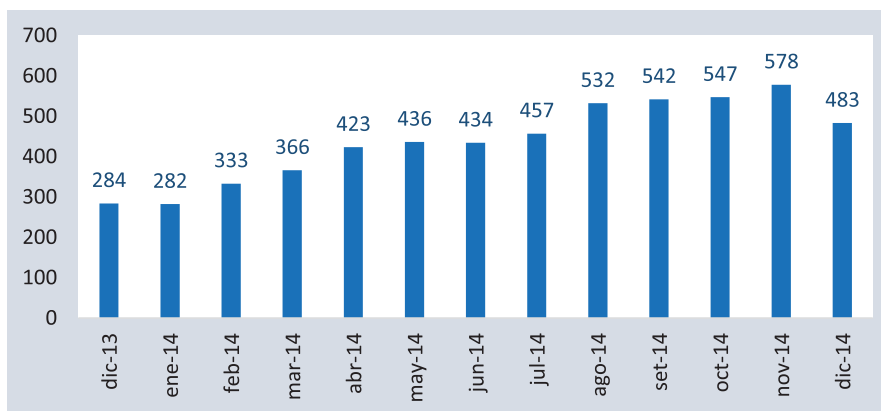
Gráfico N° 6
COSTO FINANCIERO HISTÓRICO DE LOS BONOS EN SOLES NOMINALES, REALES Y DÓLARES 2005-2014



Fuente: MEF - DGETP.

- **Oferta de letras para completar la curva e incentivar el ahorro interno.** Tras la aprobación del Reglamento de Letras del Tesoro en marzo de 2013, a mediados de ese mismo año se inició la subasta de letras del Tesoro con plazos de 3, 6, 9 y 12 meses y un monto referencial ofertado de S/. 15 millones para cada letra, que a mediados de 2014 subió a S/. 20 millones. Así, al cierre de 2014 se alcanzó un saldo vivo de S/. 483 millones, un 70,1% más que en 2013. Asimismo, el número de sociedades agentes de bolsa participantes en el mercado primario de letras fue de 23 en 2014, un 5% más que en 2013.

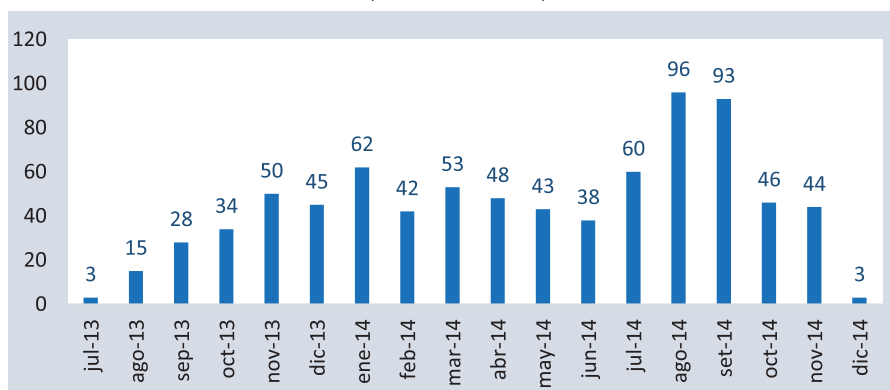
Gráfico N° 7
SALDO ADEUDADO DE LETRAS DEL TESORO DICIEMBRE 2013- DICIEMBRE 2014
 (En millones de S/.)



Fuente: MEF - DGETP.

- Creación de un mercado secundario de letras del Tesoro.** La liquidez en el mercado secundario de letras aún es incipiente, dado el bajo nivel del saldo máximo de adeudado de estos instrumentos que se tenía aún autorizado, de hasta S/. 400 millones al cierre de 2013 y hasta S/. 600 millones al cierre de 2014. Sin embargo, durante el primer semestre de 2014 se observó que el monto negociado se incrementó en 63% respecto al segundo semestre de 2013, periodos en los cuales el monto referencial ofertado quincenalmente fue el mismo (las letras se empezaron a subastar en julio de 2013).

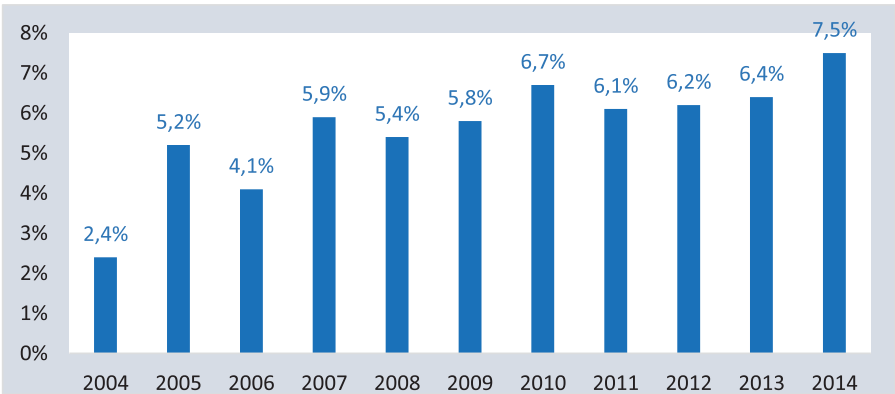
Gráfico N° 8
MONTO NEGOCIADO EN EL MERCADO SECUNDARIO DE LETRAS 2013-2014
 (En millones de S/.)



Fuente: MEF - DGETP.

- **Tamaño del mercado de valores deuda pública en moneda local.** Durante 2014 se emitieron bonos soberanos por un total de S/. 11 436 millones, representando un incremento de 1,8 veces lo emitido en el año 2013 (S/. 4 119 millones), de los cuales S/. 5 693 millones correspondieron a operaciones de endeudamiento y S/. 5 743 millones a operaciones de administración de deuda incluidas dentro de la operación de emisión del bono soberano 2024 por S/. 7 000 millones, la que fue reconocida como la mayor y más compleja emisión de un bono en moneda local en los mercados financieros internacionales. Así, el saldo facial de bonos en soles al cierre de 2014 fue de S/. 43 017 millones, 22% más que en 2013. El tamaño del mercado de deuda pública pasó de 6,4% del PIB en 2013 a 7,5% al cierre de 2014, en un contexto donde las emisiones en moneda local de los países emergentes se tornó más difícil ante la posibilidad de que la Reserva Federal cambie su política monetaria.

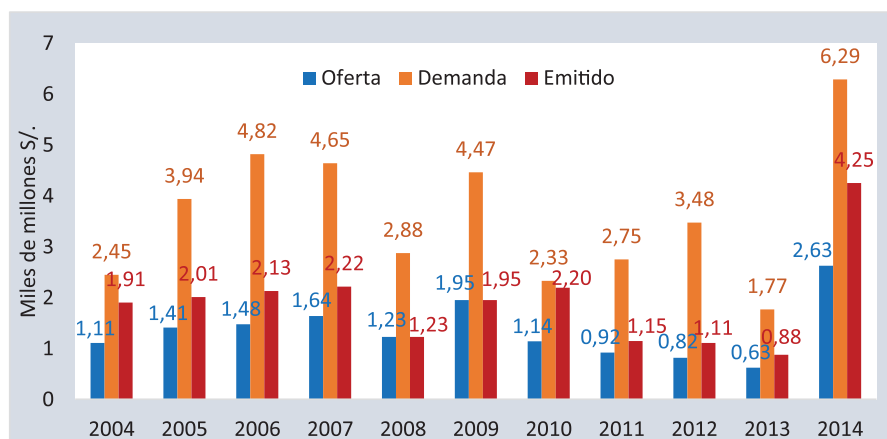
Gráfico N° 9
TAMAÑO DEL MERCADO DE VALORES DE DEUDA PÚBLICA EN SOLES 2004-2014
(% del PBI)



Fuente: MEF - DGETP.

- **Demanda en las subastas de títulos del Tesoro.** Las subastas ordinarias semanales de bonos soberanos en soles iniciadas en julio de 2013 en el mercado local tuvieron una buena acogida durante el 2014, captándose fondos hasta por S/. 4 252 millones (sin operaciones internacionales), siendo el primer año que tuvo una dinámica de subastas semanales completa, lo que se reflejó en una demanda promedio que duplicó la oferta referencial y se tradujo en un exceso de demanda de casi S/. 2 038 millones respecto del monto efectivamente emitido.

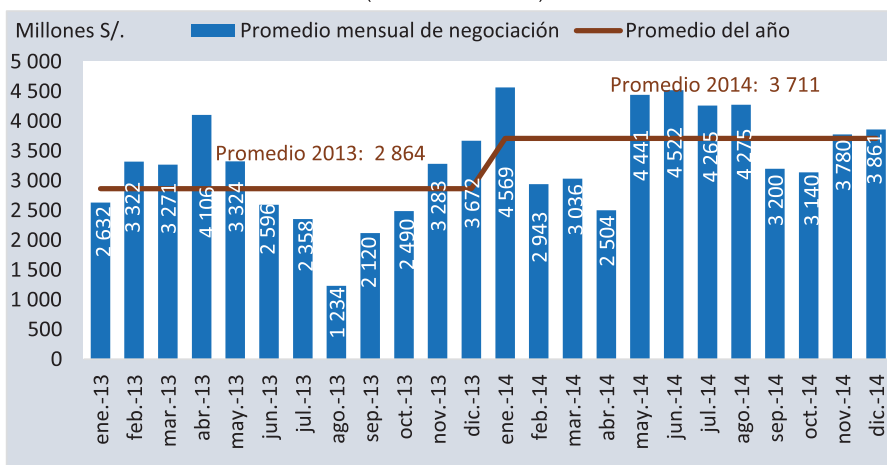
Gráfico N° 10
OFERTA, DEMANDA Y MONTO EMITIDO EN LAS SUBASTAS 2004-2014



Fuente: MEF - DGETP.

▪ **Liquidez en el mercado secundario de bonos de deuda pública.** En 2014 el total del volumen negociado en el nivel general y el nivel especial del mercado secundario de bonos soberanos ascendió a S/. 44 536 millones, +29,6% mayor a lo alcanzado en el año 2013. Aunque se observó una reducción desde febrero hasta abril, por la incertidumbre de la política monetaria de la Reserva Federal, lo que generó un incremento en las tasas de rendimiento en dólares y en moneda local de los países emergentes, en los meses siguientes, cuando la curva de rendimiento revirtió a su media, el promedio mensual de negociación de 2014 aumentó significativamente. Mirando en el largo plazo, en los últimos 10 años el monto negociado en millones de soles y el

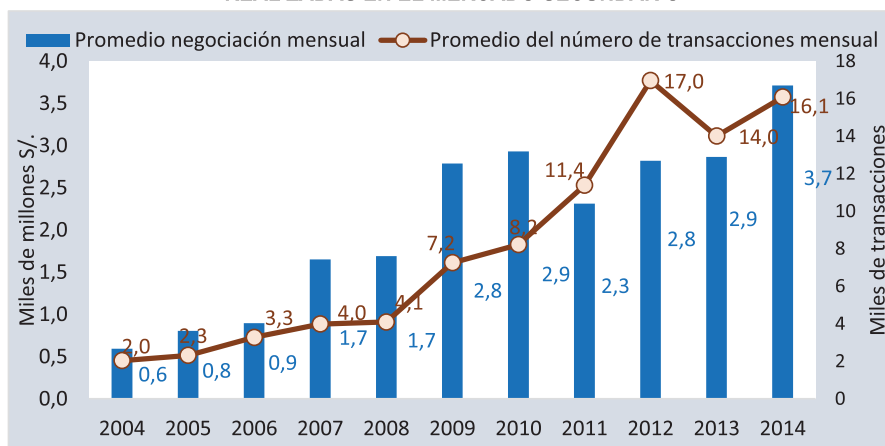
Gráfico N° 11
PROMEDIO MENSUAL DEL MONTO NEGOCIADO 2013-2014
(En millones de S/.)



Fuente: Datatec y GFI.

número de transacciones en miles de transacciones efectuadas en el mercado secundario de bonos soberanos han mostrado en promedio una tendencia creciente, corroborando la mejora de la liquidez de este mercado.

Gráfico N° 12
PROMEDIO MENSUAL DEL MONTO NEGOCIADO Y NÚMERO DE TRANSACCIONES REALIZADAS EN EL MERCADO SECUNDARIO

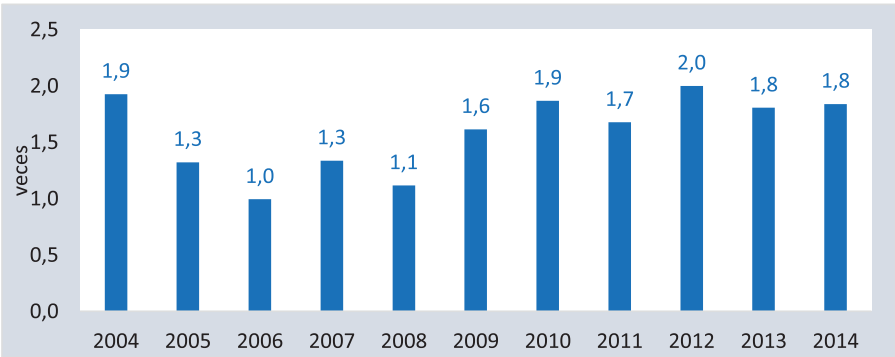


Fuente: Datatec y GFI.

- Profundidad en el mercado secundario de valores de deuda pública.** El índice de rotación mide la relación entre el monto negociado de un instrumento durante un periodo de tiempo y su saldo total emitido, de tal manera que elevados índices de rotación implican que grandes proporciones del saldo emitido cambien de manos de inversionistas en un determinado periodo de tiempo⁹. Así el ratio del monto de valores negociados en el mercado secundario de deuda pública respecto al saldo vivo promedio de bonos soberanos (sin considerar los bonos que actúan de colateral de una nota de depósito global) aumentó en el periodo 2013-2014, pasando de 1,81 veces a 1,84 veces, a pesar de que las negociaciones contabilizadas sólo incluyen al 60% de las transferencias de titularidad efectuadas a través de CAVALI. Al cierre de 2014 existían S/. 10 990 millones en valor facial de bonos soberanos en condición de colateral de notas de depósito global (GDN).

⁹ Siguiendo al Ministerio de Finanzas de Canadá (2014), "Debt Management Report 2013-2014" pp 26, la fórmula utilizada para calcular el índice de rotación ha sido la siguiente: Índice de rotación = Volumen anual negociado de bonos / Saldo promedio emitido en bonos

Gráfico N° 13
ÍNDICE DE ROTACIÓN 2004-2014



Fuente: MEF - DGETP.

- **Participación de inversionistas residentes en la tenencia de bonos.** La mayor demanda de inversionistas residentes durante 2014 se observó en el aumento de la tenencia de bonos soberanos por parte del grupo de los Fondos de Pensiones, los cuales incrementaron su posición en 6 396 909 unidades, seguidos por el grupo de los Bancos y de los Seguros que incrementaron su posiciones en 1 758 408 y 755 398 unidades respectivamente.

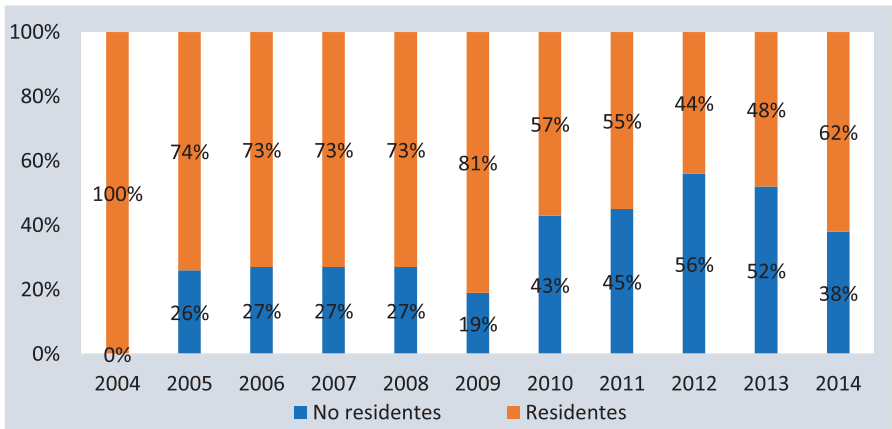
Cuadro N° 1
TENENCIA DE BONOS SOBERANOS
(En unidades)

Instituciones	Dic-13	Dic-14	Variación (unidades)	Variación (%)
Fondos de Pensiones	9 861 130	16 258 039	+ 6 396 909	+64,87%
Bancos	3 018 740	4 777 148	+1 758 408	+58,25%
Fondos Privados	476 446	667 677	+191 231	+40,14%
Fondos Públicos	1 364 947	1 767 861	+402 914	+29,52%
Personas Naturales	14 380	20 850	+ 6 470	+44,99%
Otros	134 599	204 217	+69 618	+51,72%
Seguros	2 092 173	2 847 571	+755 398	+36,11%
Residentes	16 962 415	26 543 363	+9 580 948	+56,48%
No Residentes	18 291 245	16 499 104	-1 792 141	-9,80%

Fuente: MEF - DGETP.

A pesar de que el segmento de inversionistas no residentes fue el único grupo que presentó una disminución en su posición de tenencias absolutas (-9,80%), ellos siguen manteniendo la mayor participación en las tenencias totales de bonos soberanos, seguidos por los Fondos de Pensiones y los Bancos. Así, esta menor demanda por parte de los no residentes fue más que compensada por la mayor demanda de las entidades financieras locales, lo que inclusive permitió que la curva a fines de 2014 cerrara por debajo de su nivel de 2013 para todos los tramos, haciendo que la participación relativa de los inversionistas residentes alcanzara un nivel de 62% en el total, por encima del 48% al cierre de 2013.

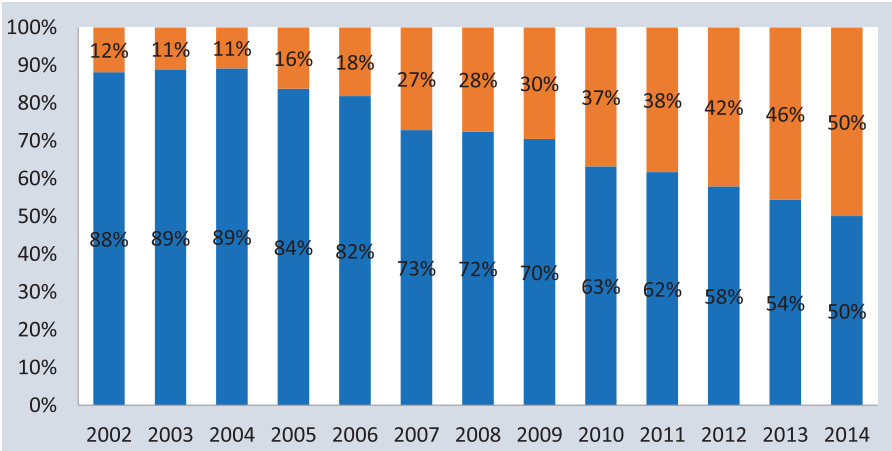
Gráfico N° 14
PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS RESIDENTES Y NO RESIDENTES 2004-2014



Fuente: MEF - DGETP.

- **Deuda externa bruta del Gobierno Central.** La evolución de la sustitución de la deuda externa por deuda interna en títulos del Tesoro en soles responde al impulso del mercado de valores de deuda pública local y a la realización de operaciones de administración de deuda pública que permitieron mejorar las condiciones del perfil de deuda total sin aumentar el endeudamiento neto del Gobierno. Con la aprobación de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, a partir de 2013 se viene consolidando el mercado de valores de deuda pública local como la principal fuente de fondeo para atender los requerimientos financieros del Gobierno Central.

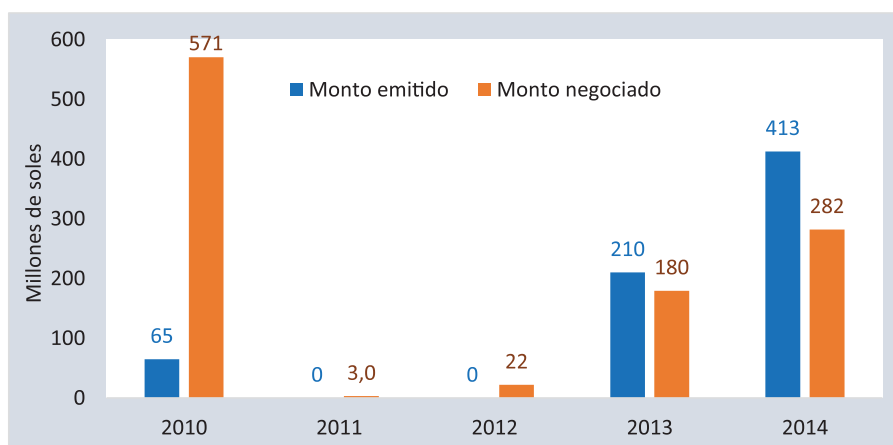
Gráfico N° 15
DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL POR JURISDICCIÓN 2002-2014



Fuente: MEF - DGETP.

- **Desarrollo del mercado de bonos indexados a la inflación (VAC).** Como parte del calendario de subastas de bonos soberanos, desde mediados de 2013 se reiniciaron las subastas de bonos indexados a la inflación, estableciéndose nuevas referencias de rendimiento y precios con una mayor frecuencia, permitiendo refrescar la curva de rendimientos soberana que sirve de referencia para las emisiones de bonos VAC empresariales, especialmente de los bonos que financian grandes proyectos de infraestructura, incrementándose el monto negociado de estos bonos en 57% en el periodo 2013-2014.

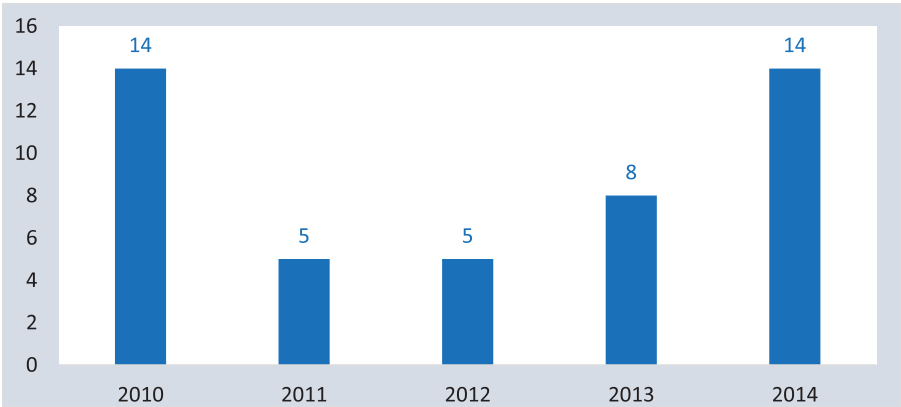
Gráfico N° 16
MONTOS EMITIDOS Y NEGOCIADOS DE BONOS VAC EN EL PERIODO 2010-2014



Fuente: MEF - DGETP.

- **Incremento de participantes en el mercado secundario de bonos soberanos reales (VAC).** El número de participantes interesados en negociar con instrumentos del Tesoro Público denominados en soles reales en el mercado secundario aumentó en forma notoria durante el periodo 2013-2014 (+75%) cerrando el 2014 con 14 participantes, explicado por la mayor frecuencia de subastas y mayor número de este tipo de instrumentos ofertados, lo que contribuyó a disminuir la incertidumbre respecto al nivel de su rendimiento y sus precios.

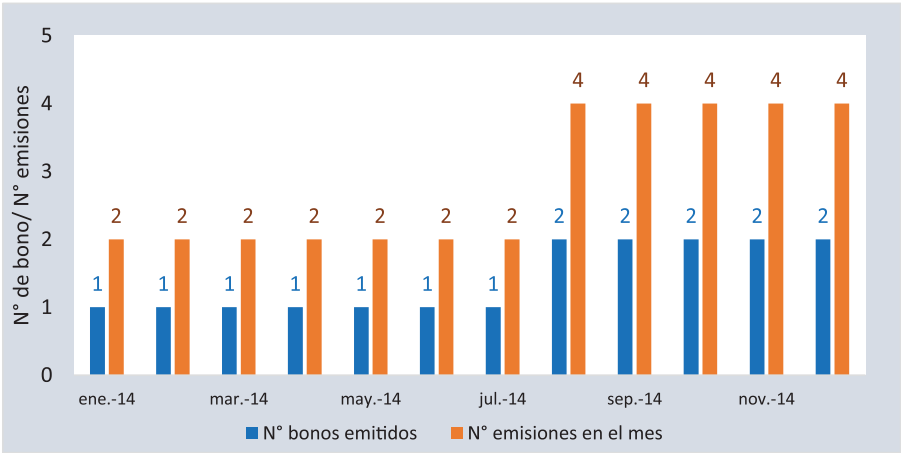
Gráfico N° 17
NÚMERO DE PARTICIPANTES EN EL MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS
DENOMINADOS EN SOLES REALES (VAC)



Fuente: MEF - DGETP.

- **Refrescamiento de la curva soberana de rendimientos en soles reales que utilizan como referencia las emisiones de bonos VAC empresariales, especialmente los que financian grandes proyectos de infraestructura.** A partir del mes de agosto de 2014 se incrementó el número de bonos VAC emitidos en las subastas ordinarias de 1 a 2. Asimismo, se aumentó la frecuencia con la que se emitían estos instrumentos que pasó de quincenal a semanal, generando una mayor cantidad de referencias de precios y rendimientos para los emisores corporativos, en especial para aquellos que financian grandes proyectos de infraestructura.

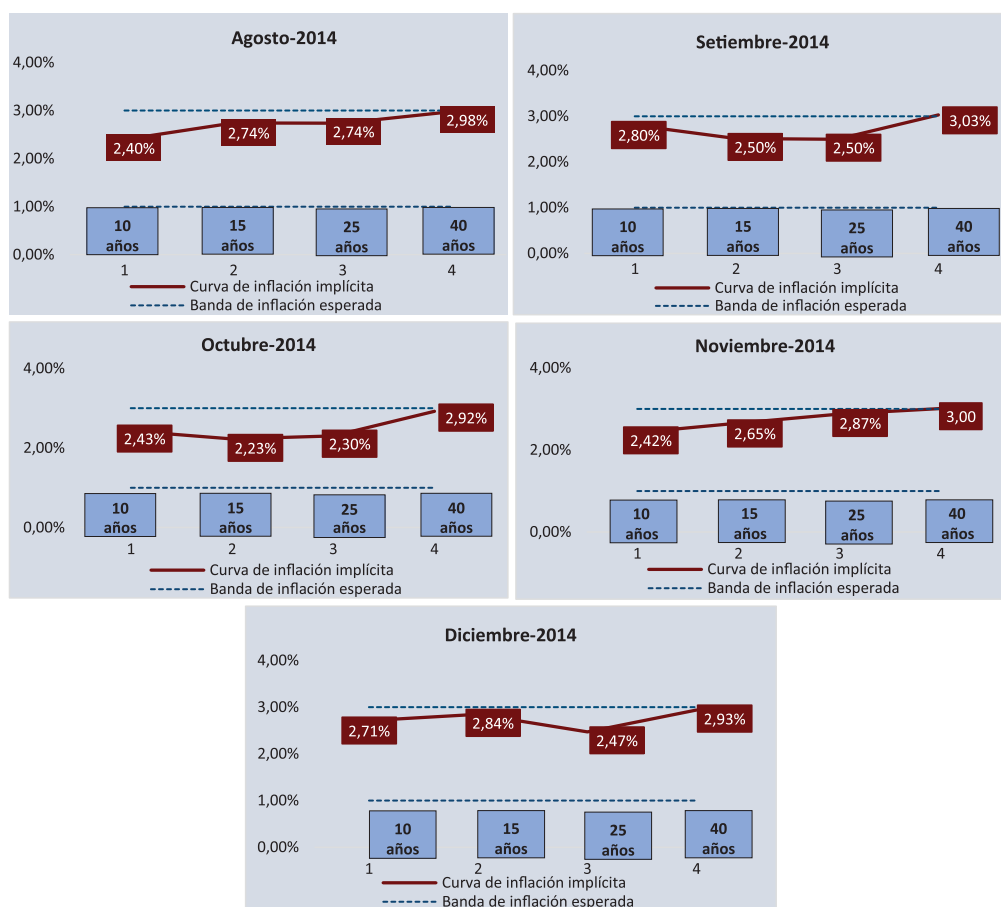
Gráfico N° 18
NÚMERO Y FRECUENCIA DE EMISIÓN DE BONOS VAC SOBERANOS



Fuente: MEF - DGETP.

- Generación de la curva de inflación implícita.** La medición de las expectativas de inflación son importantes, tanto para conducir la política monetaria como para evaluar su credibilidad en el tiempo, especialmente para países con metas explícitas de inflación como el Perú. Una manera de determinar las expectativas de inflación de largo plazo es a través del diferencial del rendimiento de un bono del Tesoro en soles nominales y un bono del Tesoro ajustado por inflación (bono real o VAC) con una misma vida media. Esta diferencia indica la tasa de inflación que equilibra las rentabilidades de los dos tipos de bonos para una vida media dada. Dicha tasa de inflación provee una medida conveniente de las expectativas de inflación porque está disponible con una alta frecuencia y para una variedad de horizontes temporales, información que se extrae a partir de los libros de demanda de las subastas, es decir, no se ven influenciados por la disposición o nivel de autorizaciones que el Gobierno tenga para cada adjudicación.

Gráfico N° 19
CURVA DE INFLACIÓN IMPLÍCITA



Fuente: MEF - DGETP.

Así, el Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro que se aprueba en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos explicita las fechas en las que diferentes bonos soberanos nominales y reales son subastados en el mercado primario. Gracias al compromiso del Tesoro con el cumplimiento de este cronograma, ha sido posible construir una curva de inflación de referencia para el largo plazo (10, 15, 25 y 40 años), calculados a partir de la diferencia entre la mediana de los rendimientos requeridos en la subasta de un bono nominal y un bono real con una vida media equivalente (ver Gráfico N° 19). Las tasas de inflación implícitas estimadas desde agosto de 2014 hasta diciembre de 2014 para los plazos de 10 años, 15 años, 25 años y 40 años han estado alineadas con el rango de inflación meta del BCRP y han brindado una referencia sobre el nivel futuro de esta variable cuyo horizonte temporal va más allá de las encuestas de expectativas de inflación.

- **Transparencia de las subastas ordinarias de títulos del Tesoro.** A través de la publicación de reportes de análisis de los resultados de las subastas de bonos y letras del Tesoro (www.mef.gob.pe/tesoro/reporte-semanal.php) se mide su impacto sobre el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en cumplimiento de los indicadores de las Políticas Nacionales de Obligatorio Cumplimiento, lo que también es valorado positivamente entre las mejores prácticas de revelación y transparencia de la información para el dominio público. De esta forma, el Tesoro ha establecido un canal de comunicación adicional con el mercado, fortaleciendo la transparencia en su accionar y entregando información relevante a los partícipes que favorezca la profundización del mercado de deuda pública local, uno de los principales objetivos a largo plazo en aras de preservar la estabilidad financiera del país. Su contenido está dividido en tres bloques diferenciados:
 - El primer bloque presenta información relevante previa a la subasta, mostrando los niveles de liquidez del sistema, la reciente evolución de los rendimientos de los títulos a subastar y una estimación en base a percentiles históricos del rango probable de tasas a obtener.
 - El segundo bloque contiene el análisis de los resultados de las subastas en cuanto a la demanda, los montos de adjudicación y los niveles de rendimiento adjudicados. Asimismo, se presentan comentarios en cuanto a las desviaciones con relación a los precios de referencia de los instrumentos y los niveles de competitividad observados en la subasta.
 - El tercer bloque busca reflejar el grado de competitividad, estabilidad y consistencia de las propuestas enviadas por los partícipes en las subastas. Así, el nivel de estabilidad mide el grado de seriedad de las propuestas de tasas recibidas de cada partícipe en las subastas y contribuye a dar señales de que el Tesoro busca evitar inestabilidad en los rendimientos para cada uno de los valores de referencia subastados, contribuyendo a mantener una volatilidad dentro de lo que regularmente se ha venido observando en el mercado secundario en los últimos 90 días móviles.

- **Publicación de un calendario de subastas ordinarias de títulos del Tesoro Público para dotar de mayor predictibilidad al mercado.**

A partir del segundo semestre de 2013, las subastas de letras del Tesoro y bonos soberanos se sujetan a un calendario con información del tipo de títulos a subastar, las fechas de subastas y los montos referenciales para cada uno de los títulos a ser subastados. Esta información, ha tenido un efecto muy positivo desde la perspectiva del rol promotor que debe cumplir el gobierno para la consolidación del mercado de valores de deuda pública a través del ordenamiento, la educación y la predictibilidad en la oferta de los títulos que emite para mantener una curva de rendimiento líquida y completa como un bien público que sirva de referencia para el sector privado.

Actualmente, todos los actores del mercado local ya tienen interiorizado estas señales de predictibilidad lo que constituye un logro alcanzado por el Tesoro Público. Así por ejemplo, todas las entidades financieras calificadas para participar en las subastas ordinarias conocen la importancia del monto referencial que se publica en el calendario de subastas, con lo cual pueden determinar los límites máximos de adjudicación al que pueden acceder de forma directa y complementariamente a través de terceros (creadores de mercado).

2.3 Logros en la gestión de tesorería

- **Estudio realizado que permitirá la recaudación directa de ingresos públicos en las cuentas bancarias del Tesoro.** En junio de 2014 se llevó a cabo la consultoría sobre el desarrollo e implementación de mejoras en la gestión de la Tesorería con asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional y la Cooperación Suiza. Las recomendaciones de la consultoría giraron en torno a la operatividad que debe seguir el Tesoro Público para que pueda recibir directamente el monto bruto de los ingresos provenientes de la recaudación en sus cuentas bancarias en cada banco recaudador. Actualmente, los ingresos provenientes de la recaudación no se reciben en las cuentas del Tesoro de forma bruta, sino que es desde las cuentas de la agencia tributaria en el banco recaudador se determina de forma automática el monto que corresponde a cada beneficiario, y los paga después de 1 a 3 días, dependiendo si la alícuota se hizo en efectivo o se usó un cheque de otro banco, a través del Banco de la Nación. Asimismo, la agencia tributaria remite al Ministerio de Economía y Finanzas la información del monto global recaudado y los montos que corresponde a cada ente, con un desfase de 1 o 2 días, siendo uno de ellos el Tesoro Público. En ese momento se verifica que el monto determinado para el Tesoro se encuentre acreditado a la cuenta respectiva; sin embargo, el Tesoro no participa del proceso de conciliación del monto global recaudado. Tras el diagnóstico realizado, los consultores recomendaron que en el corto plazo la agencia tributaria debe proporcionar al Tesoro Público, de manera diaria, la información de la recaudación bruta, antes del procedimiento que ejecuta el banco recaudador para la repartición de los recursos. Aunque esta repartición se procese automáticamente, es imprescindible que el Tesoro Público sea la unidad del gobierno encargada

de ejecutar las transferencias para las cuentas y entidades que les corresponda. Así, en una etapa posterior se señala que los recursos recaudados de cada contribuyente deberían poder ingresar de manera directa a las cuentas bancarias del Tesoro, como se hace en otros países.

- **Límites de depósitos en entidades financieras en función al nivel de su exposición al riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario.** A través de la Resolución Directoral N°016-2012-EF/52.03, anexo 1 “Lineamiento para la Gestión Global de Activos”, específicamente el punto 12 (elegibilidad y límites por contraparte), se 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 y su ratio de suficiencia de capital. Por ello, desde mediados de 2014, el sistema de “Colocaciones e Inversiones de Fondos Públicos en Entidades Financieras” toma en cuenta, la calificación de riesgo ajustada por el riesgo derivado del riesgo cambiario crediticio para el cálculo de los límites globales que mantiene cada entidad pública con las entidades del sistema financiero, lo que 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 será ajustada hacia abajo, según los factores de calibración del Cuadro N° 2.

Cuadro N° 2
FACTORES DE CALIBRACIÓN PARA LAS CALIFICACIONES DE RIESGO

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

Fuente: MEF - DGETP.

Cuadro N° 3
CALIFICACIONES DE RIESGO AJUSTADAS

Entidad	sep-14 calificación		dic-14 calificación	
	sin ajustar	ajustada	sin ajustar	ajustada
BCP	A+	A-	A+	A-
BBVA	A+	A-	A+	A-
Interbank	A	B+	A	B+
Scotiabank	A+	A-	A+	A-
BIF	A	B+	A+	A-
MiBanco	A-	B+	A-	A-
Citibank	A	B+	A	A-
Banco Financiero	A-	B	A-	B+
Financiera Edyficar	A-	A-	A-	A-
GNB	A-	B+	A-	B+
Crediscotia	A	A	A	A-

Fuente: MEF - DGETP.

De esta manera, se viene contribuyendo a desincentivar la dolarización crediticia, una de las principales vulnerabilidades observadas por las diferentes agencias calificadoras de riesgo como limitante para mejoras adicionales en la calificación de riesgo soberano, a través del acceso de las entidades financieras a fondos públicos. La mayor vulnerabilidad financiera generada por la dolarización se produce por la eliminación del favorable efecto de la diversificación crediticia de la intermediación bancaria y su impacto acelerador sobre el nivel de actividad económica. En el Cuadro N° 3 se puede apreciar la evolución en los últimos dos trimestres de 2014 de la calificación de riesgo sin ajustar y ajustada de las diez entidades financieras con los mayores límites para adjudicarse fondos públicos.

- **Diseño de operaciones de reporte con valores de deuda pública.** Teniendo en cuenta que el Ministerio de Economía y Finanzas puede participar directamente en una operación de reporte como una contraparte o como el emisor de los valores incluidos en la operación y que todas las transferencias de propiedad de dichos valores deberán efectuarse a través de mecanismos centralizados de negociación, se ha trabajado en el mejor diseño de estas operaciones de acuerdo a la experiencia y mejores prácticas internacionales. Se realizaron reuniones de coordinación con la Superintendencia del Mercado de Valores, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, CAVALI y todas las entidades financieras involucradas en las subastas de títulos del Tesoro para afinar detalles, lo que implica cambios en infraestructura y normas internas para poder cumplir con sus funciones y obligaciones, y así garantizar la operatividad eficaz de estas operaciones. Las operaciones de reporte incentivarán el desarrollo del mercado de deuda pública en soles, pero, además, permitirán rentabilizar los excedentes de liquidez que en la actualidad mantiene el Tesoro sin incurrir en un mayor riesgo. La rentabilidad obtenida por el disponible del Gobierno Central se encuentra por debajo de la tasa de referencia del Banco Central de Reserva del Perú (ver Cuadro N° 4), existiendo un gran espacio de mejora de manera segura para dicho rendimiento, según las mejores prácticas internacionales.

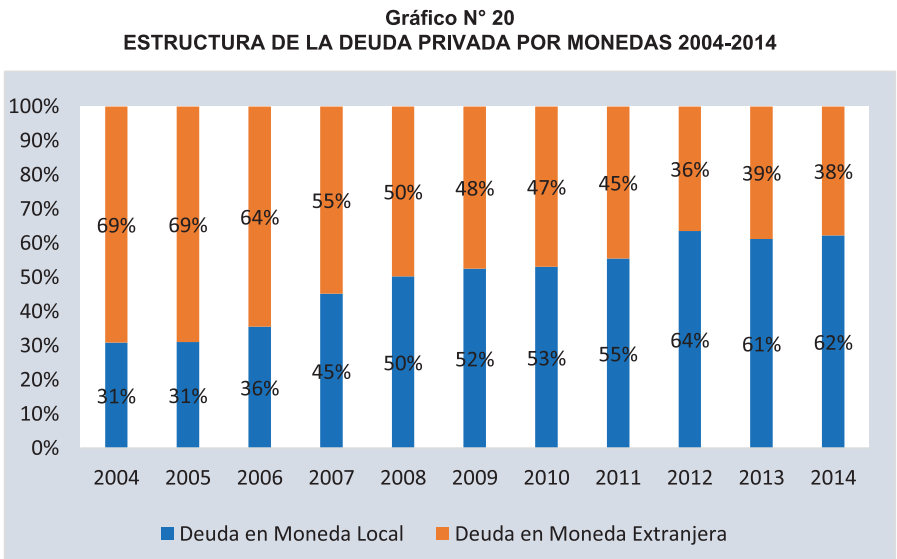
Cuadro N° 4
RENDIMIENTO ANUAL DEL DISPONIBLE DEL GOBIERNO CENTRAL

	Dic-13		Set-14		Dic-14	
	MN	MO	MN	MO	MN	MO
Disponible	2,9%		2,4%		2,7%	
Soles	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
Dólares	9,3%	0,0%	3,8%	0,0%	6,6%	0,0%
Euros	12,4%	0,0%	-4,9%	0,0%	-10,3%	0,0%

Fuente: MEF - DGETP.

2.4 Logros asociados a la estructura del mercado

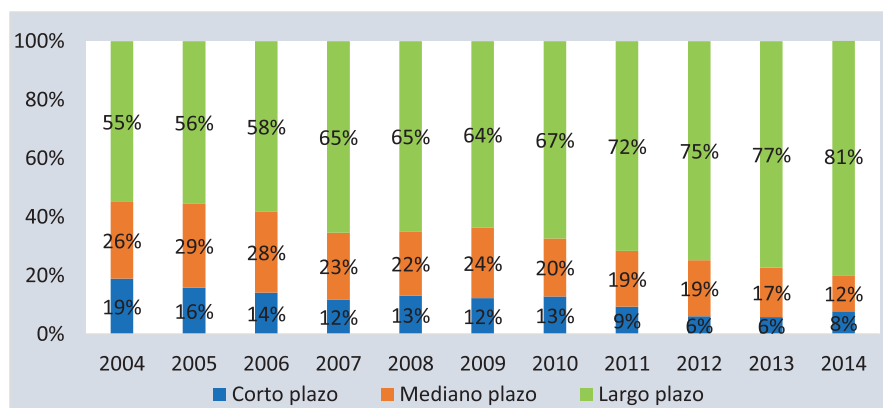
- **El mejor desempeño del mercado de deuda pública ha generado efectos positivos sobre el mercado de deuda privada denominada en soles.** La participación de la deuda privada denominada en soles con respecto al total de la deuda de este segmento pasó de 30,9% a 62,2% durante el periodo 2004-2014. Así, el monto total colocado a través de emisiones de bonos corporativos denominados en soles se incrementó en 8% respecto al 2013, hasta una cifra de S/. 1 970 millones, reflejando las mejores condiciones de financiarse en el mercado de capitales doméstico en moneda nacional.



Fuente: MEF - DGETP.

- **La duración de la curva de rendimientos de los bonos emitidos por las empresas en moneda nacional ha aumentado.** El plazo de vencimiento de los bonos en soles emitidos por las empresas privadas durante el año 2014 estuvieron en el rango de 3 a 15 años y el 34% del número total de emisiones realizadas (29) fueron hechas por plazos mayores a 7 años. Asimismo, en el periodo 2004-2014, la participación de los bonos de largo plazo emitidos por las empresas privadas respecto al total pasó de 55% a 81%.

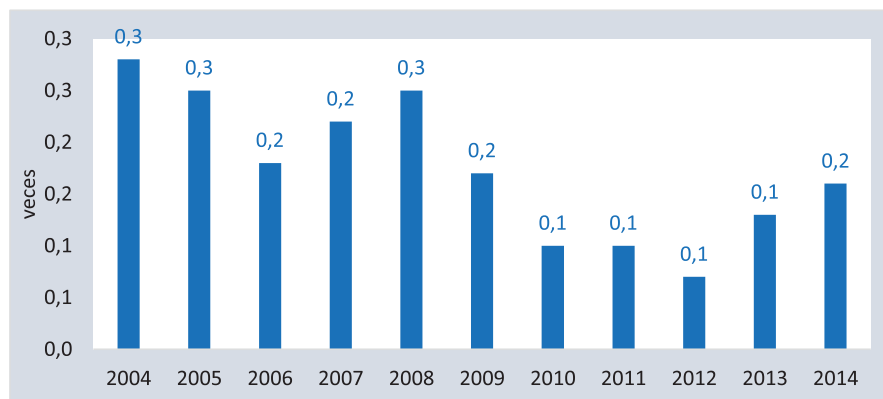
Gráfico N° 21
ESTRUCTURA DE LA DEUDA PRIVADA POR PLAZO DE VENCIMIENTO 2004-2014



Fuente: MEF - DGETP.

- **Mayor liquidez y profundidad en el mercado secundario de deuda privada.** El monto negociado en el mercado secundario de títulos de deuda empresarial aumentó en 27% (S/. 634 millones) al cierre de 2014 respecto al año anterior. Asimismo, la profundidad también mejoró durante este periodo, en la medida que el índice de rotación subió de 0,1 veces a 0,2 veces.

Gráfico N° 22
ÍNDICE DE ROTACIÓN 2004-2014

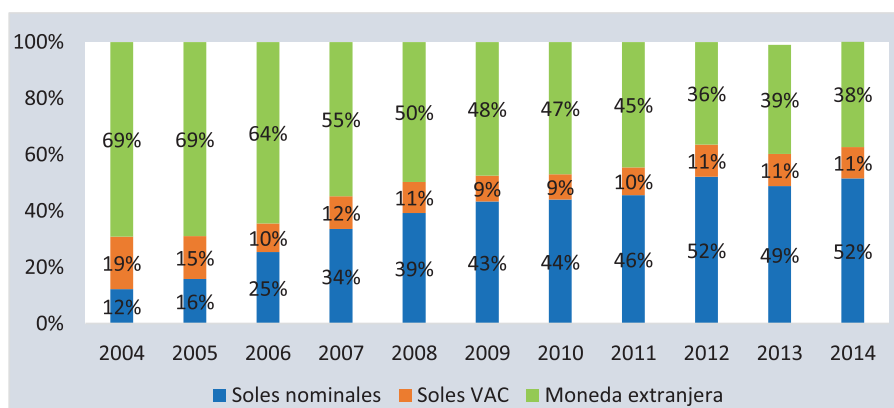


Fuente: MEF - DGETP.

- **Incremento de la participación de bonos denominados en soles reales emitidos por las empresas privadas.** Gracias al reinicio de subastas de bonos soberanos denominados en soles reales (VAC) en 2013, en el periodo 2012-2014 se observó una reactivación del mercado de deuda privada para este segmento, ya que la participación del saldo de bonos denominado en soles reales emitidos por las empresas corporativas respecto al total del saldo de bonos vigentes

emitidos por estas empresas se ha incrementado en los últimos tres años, conteniendo la tendencia decreciente en su participación dentro del mercado.

Gráfico N° 23
ESTRUCTURA DE LA DEUDA PRIVADA POR MONEDAS 2004-2014



Fuente: MEF - DGETP.

- **Estudio para mejorar el mercado de valores de deuda pública local.** El Ministerio de Economía y Finanzas obtuvo los resultados de la consultoría internacional “Diagnóstico de la Infraestructura Tecnológica de los Sistemas de Operación del Mercado de Valores de Deuda Pública en el Perú”, proyecto a cargo de las reconocidas consultoras BME Innova y Analistas Financieros Internacionales (AFI), que se inició en octubre de 2014 con numerosas entrevistas presenciales y diversas encuestas realizadas a los principales participantes del mercado como los bancos, cajas, agencias de bolsa, aseguradoras, administradoras de fondos de pensiones, administradoras de fondos mutuos y, además, a los principales reguladores como la Superintendencia del Mercado de Valores, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP y el Banco Central de Reserva del Perú. Luego de un análisis de debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades de la situación peruana actual en cada uno de los eslabones de la cadena de valor del mercado de deuda soberana en soles, ver Anexo N° 2, la consultoría identificó recomendaciones a ejes cruciales para la profundización y el buen funcionamiento del mercado, así como para favorecer la transparencia, la liquidez, la competencia y la seguridad de las transacciones realizadas en el mercado, destacando entre ellas:

Liquidez

- Poner en marcha las operaciones de reporte con títulos de deuda pública.
- Valorar la creación de un módulo único para la negociación de bonos en el mercado secundario, eliminándose la posible fragmentación de la liquidez generada por la existencia del nivel general y el nivel especial.

- Brindar acceso privilegiado a los creadores de mercado a la provisión de liquidez por parte del Tesoro con operaciones de reporte.
- Sentar las bases para el desarrollo del mercado de derivados sobre valores de deuda pública luego a la implementación de las operaciones de reporte.

Transparencia

- Contar con un módulo propio para las subastas de títulos del Tesoro, contribuyendo a eliminar la segmentación del mercado primario.
- Homogeneizar las fuentes y criterios para una valorización uniforme de los títulos de deuda pública.
- Explicar detalladamente a los miembros del mercado de las ventajas del sistema de subasta híbrido (50% subasta holandesa y 50% subasta inglesa).
- Aumentar la supervisión en las subastas primarias en cuanto al registro de órdenes previas por parte de terceros y su posterior adjudicación.
- Verificar el cumplimiento por parte de los mecanismos centralizados de negociación de la difusión de la información de mercado que registren.

Profundidad y competencia

- Ampliar la base de inversionistas, buscando atender distintos segmentos de inversionistas, y a través de productos acorde con sus perfiles.
- Eliminar las asimetrías regulatorias en el tratamiento de posiciones cortas.
- Potenciar la demanda de deuda pública por parte de entidades financieras a través de la posibilidad del descuento de títulos en operaciones de liquidez
- Aprovechar la nueva normativa internacional sobre requisitos de liquidez para las entidades financieras con el fin de canalizar una mayor demanda de valores de deuda pública.

Seguridad

- Requerir que los mecanismos centralizados de negociación cuenten con órganos de gobierno, control interno y mecanismos de control de riesgos.
- Verificar que la Superintendencia del Mercado de Valores cuente con los medios técnicos que le permitan hacer un seguimiento de toda la operativa del mercado, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario.
- Supervisar el grado de cumplimiento de la publicación de incumplimientos de operaciones con valores de deuda pública por parte de CAVALI.
- Prever que los mecanismos centralizados de negociación autorizados cuenten con una Comisión de Vigilancia o Departamento de Supervisión.

Las conclusiones y recomendaciones halladas, que se encuentran disponibles en www.mef.gob.pe/tesoro/presentaciones.php, plantean un desafiante reto para el Ministerio de Economía y Finanzas, con miras a implementar las reformas clave de largo plazo que luego servirán para profundizar el desarrollo del mercado de valores en general, no sólo para reducir las brechas con los demás países de la región con similar calificación de riesgo, como los de la Alianza del Pacífico, sino especialmente con miras a la OCDE. Por ejemplo, al cierre de 2014 el tamaño del mercado de bonos en el Perú (medido por el total de saldo adeudado) no sólo es más pequeño que el mercado de acciones (medido por el total de capitalización bursátil), sino que equivale a una quinta parte del mismo, habiendo un espacio importante de mejora de acceso, tanto para incrementar el número de emisores como el número de inversionistas locales.

Cabe precisar que dicho proyecto ha contado con el apoyo y financiamiento de la Cooperación Suiza y ha sido desarrollado para el Ministerio de Economía y Finanzas, bajo el marco de las reformas en materia de política financiera iniciadas en 2013 con el objetivo de contribuir a la profundización del desarrollo de valores de deuda pública, como columna vertebral de todo el mercado de capitales, y de mejorar la estabilidad financiera, promoviendo una mayor independencia y una menor vulnerabilidad a crisis financieras.

- **Plataforma de venta de títulos de deuda pública por internet.** El Ministerio de Economía y Finanzas inició durante el año 2014 la construcción del portal de internet “Ahorra Perú”, plataforma diseñada para facilitar la venta de títulos del Tesoro al público minorista, constituyendo un notable avance en el cumplimiento de uno de sus principales objetivos del Gobierno en materia de inclusión: “La mitigación de las barreras geográficas y económicas para que las personas, independientemente de su ubicación geográfica o nivel socioeconómico, puedan ahorrar adquiriendo títulos de deuda pública”.

Esta iniciativa ha contado con el apoyo financiero de la Cooperación Suiza – SECO y con la asistencia funcional y tecnológica de la firma internacional Ahorro Corporación, ambos socios estratégicos en la visión del Tesoro de promover una mayor educación e inclusión financiera de la población peruana, poniendo a su alcance una forma sencilla y segura de ahorrar. Si bien inicialmente se ofrecerán a través de dicha plataforma Certificados del Tesoro, instrumentos especialmente diseñados para el ciudadano de a pie, se espera que en el futuro se puedan comercializar otros títulos como letras, bonos y participaciones en fondos del Tesoro, completando la gama de alternativas de valores de deuda pública disponibles en otros mercados un poco más avanzados.

Así, se ha culminado con la fase de construcción del portal y actualmente se está en la etapa de armonización de funcionalidades, calibración de los sistemas, dimensionamiento del tráfico de visitas y la realización de pruebas de seguridad. Entre las principales funcionalidades del portal destacan:

- Se cuenta con un interfaz amigable al usuario final de fácil y rápida adaptación, con animaciones gráficas y videos.
- Tecnológicamente está diseñada bajo estándares técnicos que permiten una adecuada visualización y utilización desde cualquier dispositivo móvil como tabletas, teléfonos inteligentes, entre otros.
- El usuario tiene pleno acceso al detalle de sus inversiones y a la rentabilidad generada por las mismas.
- El interfaz está dividido en zonas claramente diferenciadas de información para el usuario, destacando el área de educación financiera.

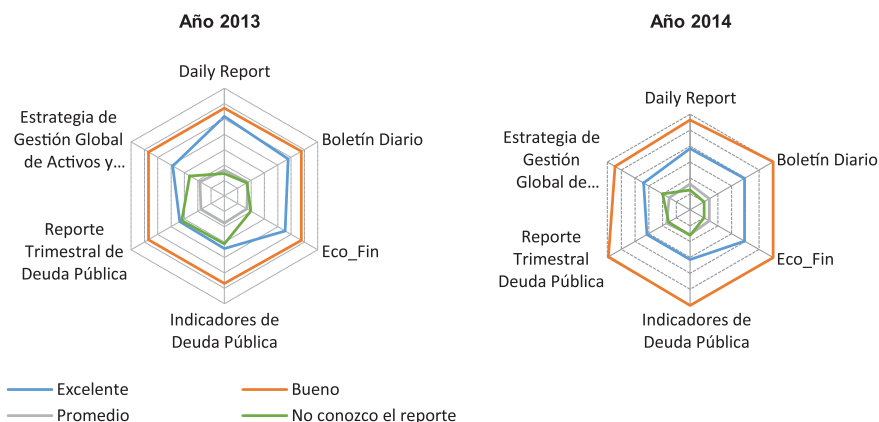


Fuente: MEF-DGETP y Ahorro Corporación.

El portal de internet “Ahorra Perú” se unirá al grupo de notables iniciativas de países emergentes en aras de desarrollar sus mercados financieros fomentando la inclusión social, financiera y económica de sus habitantes como medio de progreso y mejora de la calidad de vida. Su entrada en funcionamiento se encuentra programada para el año 2016.

- **Mejora en el nivel de satisfacción de relaciones con inversionistas.** La Encuesta de Satisfacción de Inversionistas se ha convertido en herramienta fundamental para medir el grado de satisfacción y la efectividad de la gestión de la estrategia de comunicación y difusión de información para los inversionistas. En el año 2014 se ha puesto énfasis en la “Autoevaluación Regular”, en línea con lo que establecen los más altos estándares internacionales en materia de gestión de relaciones con inversionistas, y por tercer año consecutivo se realizó la Encuesta de Satisfacción para el periodo junio-2013/junio-2014, con el propósito de identificar oportunidades de mejoras en la calidad de servicio de información que la Oficina de Relaciones con Inversionistas viene brindando.

Gráfico N° 24
RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE SATISFACCIÓN

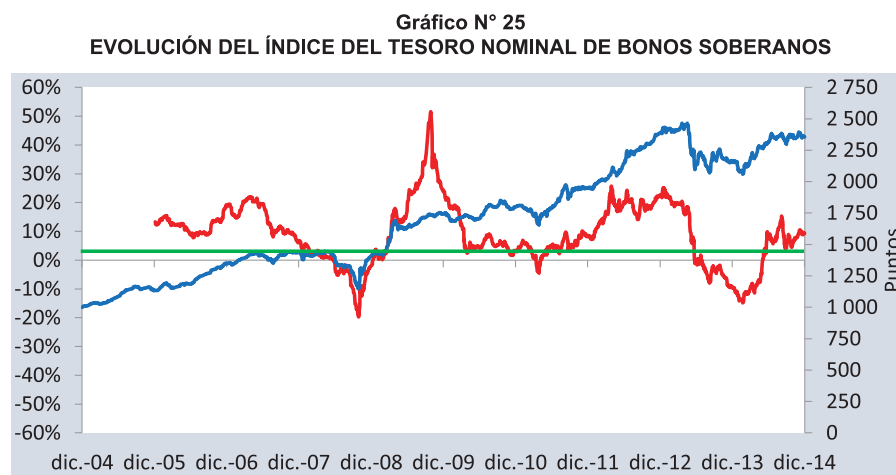


Fuente: MEF - DGETP.

Durante el 2014 se ha implementado una serie de mejoras en la sección de Relaciones con Inversionistas, en las que se destacan la inclusión del reporte semanal, que brinda un análisis de los resultados de las subastas de bonos y letras del Tesoro y su impacto en el desarrollo del mercado de valores de deuda pública, y los videos y conferencias de carácter oficial ofrecidas por las autoridades del Ministerio de Economía y Finanzas dirigidas a la comunidad de inversionistas y gremios empresariales. Asimismo, se publicó los resultados de la encuesta de satisfacción con el objetivo de dar a conocer los avances en materia de gestión de relaciones con inversionistas, traducidos en una mejora continua de la percepción y valoración por parte del mercado acerca de la profesionalización con la que el Perú viene abordando esta materia.

- **Fondo de Deuda Soberana del Tesoro.** Mediante Resolución Ministerial N° 434-2014-EF/52 del 31 de diciembre de 2014 se aprobó el Reglamento Operativo del Fondo de Deuda Soberana que fue autorizado por la Séptima Disposición Complementaria Final de la Ley N° 30116, Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2014 del 2 de diciembre de 2013. En esta Disposición también se indicó que el aporte inicial de este Fondo será hasta por el equivalente al 1% (uno por ciento) del valor total de los bonos soberanos en circulación con cargo a los saldos presupuestales de libre disponibilidad del Tesoro Público al cierre del Año Fiscal 2013. El objetivo de este Fondo es contribuir a generar un mayor dinamismo en el mercado secundario de los títulos representativos de obligaciones del Tesoro Público en soles, en concordancia con los lineamientos y políticas establecidos en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos.

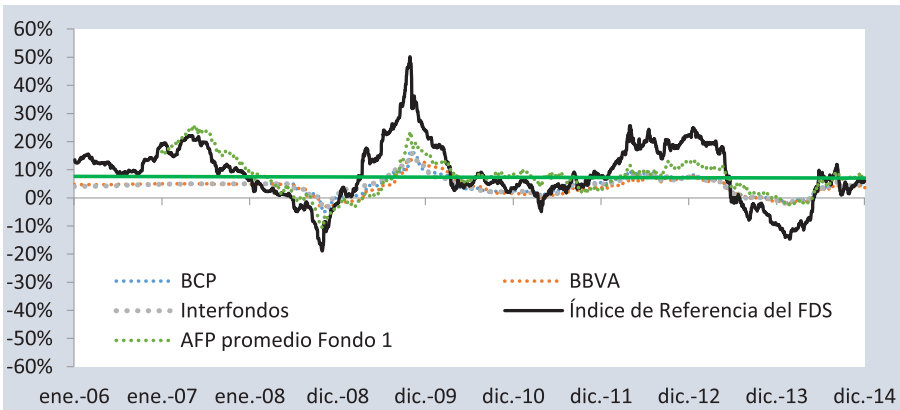
- **Índice de bonos soberanos.** Desde julio de 2012 se ha desarrollado un índice, denominado Índice del Tesoro, que replica el rendimiento de una cartera compuesta por la totalidad de bonos en soles nominales emitidos por el Tesoro que se encuentren vigentes, siendo la participación de cada tipo de bono en la estructura del portafolio igual al valor de mercado de todos los bonos soberanos de ese tipo respecto al valor de mercado total de todos los bonos en soles nominales en circulación. El valor de este índice se publica diariamente en los reportes que la Oficina de Relaciones con Inversionistas envía a los participantes del mercado de deuda pública y se publican en www.mef.gob.pe/inversionistas, para que puedan ser utilizados como una referencia de instrumentos libre de riesgo en el largo plazo, en especial por parte de los fondos mutuos y los fondos de pensiones.



Fuente: MEF - DGETP.

El Índice del Tesoro nominal se elaboró tomando en cuenta todos los bonos soberanos vigentes durante el periodo diciembre de 2004 a diciembre de 2014 (base del índice diciembre 2004 = 1 000). La mediana histórica de la duración del fondo índice de largo plazo de bonos soberanos fue de 8,33 años y el comportamiento del valor de este índice durante el periodo de análisis fue creciente, tal como se muestra en el Gráfico N° 25. La mediana del rendimiento histórico durante el periodo fue de 8,78% efectivo anual.

Gráfico N° 26
COMPARACIÓN DEL ÍNDICE DEL TESORO CON FONDOS MUTUOS Y DE PENSIONES

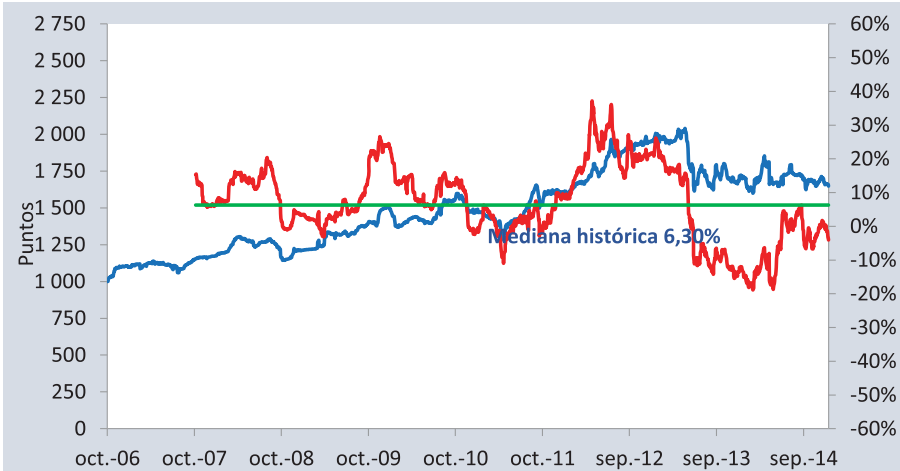


Fuente: MEF - DGETP.

En comparación a otras alternativas de inversión con similar perfil de riesgo y plazo de inversión, en el Gráfico N° 26 se puede apreciar que el desempeño del rendimiento del fondo índice durante el último año ha sido superior a los obtenidos por los fondos mutuos que tienen como política invertir en instrumentos de deuda de largo plazo denominado en soles.

Asimismo, el Índice del Tesoro VAC se elaboró tomando en cuenta todos los bonos VAC vigentes durante el periodo de octubre de 2006 a diciembre de 2014 (base del índice octubre 2006 = 1 000). La tendencia del índice fue positiva y la mediana histórica del rendimiento alcanzó un nivel de 6,3%.

Gráfico N° 27
EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DEL TESORO REAL (VAC) DE BONOS SOBERANOS



Fuente: MEF - DGETP.

2.5 Evaluación de las metas cuantitativas proyectadas

El año 2014 fue un año de alta volatilidad para los mercados emergentes en respuesta al mejoramiento de los indicadores económicos estadounidenses y la desaceleración del crecimiento de China y los riesgos de deflación persistentes en Europa. No obstante, la economía peruana pudo absorber con cierta facilidad estos choques externos, dada la fortaleza de sus indicadores macroeconómicos, lo que llevó a que las agencias calificadoras de riesgo Moody's, DBRS y Nice mejoraran la calificación de la deuda de largo plazo inclusive alguna en más de una subcategoría, mientras que S&P y Fitch la mantuvieron. Como resultado, en el año 2014 se continuó con la captación ordenada de recursos en el mercado de valores de deuda pública, se realizó operaciones de administración de deuda que se financiaron con emisiones de bonos soberanos y se mantuvo todas las líneas básicas previstas en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos.

Cuadro N° 5
EVALUACIÓN DE LAS METAS CUANTITATIVAS REFERENCIALES DEL PAEAD 2014

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2014	Resultado final diciembre 2014 ^{1/_}
Porcentaje de soles en el portafolio 2_/_	53,5% - 62,9%	51,7%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el portafolio	80,3% - 81,1%	81,8%
Proporción de deuda interna en el portafolio	51,4% - 60,8%	49,8%
Vida media (años)	12,9 - 14,2	13,0
VMR (años)	11,9 - 13,4	12,0
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 3_/_	5,5% - 4,9%	4,1%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 4_/_	82,2% - 88,1%	82,1%

Fuente: MEF - DGETP.
1_/_ Todos los indicadores mostrados corresponden sólo al Gobierno Central.
2_/_ Incluye el efecto de derivados financieros contratados y equivalentes al 1,3%.
3_/_ Indicador que mide la presión más inmediata de pagos.
4_/_ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deudas.

En el año 2014, se lograron alcanzar cuatro de las siete metas cuantitativas que se establecieron en el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2014. En este sentido, los indicadores de deuda a tasa fija nominal en el portafolio y el de concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses superaron el rango previsto, mientras que la vida media de la deuda y el reprecio medio de las tasas de interés se ubicaron dentro de los márgenes de cumplimiento establecido. Estos resultados obedecen al mayor nuevo endeudamiento en soles y a tasa fija y a los alivios que se obtuvieron en años anteriores.

En cuanto a las metas restantes, en general, estas se ubicaron en niveles cercanos a sus respectivos límites inferiores. Es importante mencionar que, debido a que algunas de las acciones estratégicas establecidas en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos no han podido desarrollarse o implementarse en el nivel esperado, no se pudo cumplir con la totalidad de las metas fijadas.

No obstante, los cambios en la estructura de la deuda continuaron mejorando, especialmente en lo que se refiere a la proporción de deuda bruta en soles del Gobierno Central que se incrementó de 50,4% en diciembre de 2013 a 51,7% al cierre de 2014, disminuyendo la dolarización de 45,2% a 43,9% en el mismo periodo. Este avance se explica en parte por la operación de intercambio y recompra de bonos globales y por la ejecución del programa de subastas ordinarias de bonos soberanos. Esta nueva posición, contribuye a reducir el riesgo de tipo de cambio al que está expuesta la deuda bruta y brinda una suerte de blindaje frente a eventos externos que pudieran atentar contra la fortaleza de las cuentas fiscales.

Consistentemente con este resultado, el porcentaje de financiamiento desembolsado en soles se ubicó muy cerca al límite inferior del rango previsto, alcanzando el 82,1%. Este indicador, que refleja el nivel del financiamiento en soles (incluye operaciones de administración de deuda) que se ha alcanzado en el período frente al total del nuevo endeudamiento obtenido, muestra también el rol de las emisiones de bonos en moneda local como una fuente de fondeo alternativa. Por otro lado, la estructura de fondeo por tipo de tasa denota una posición de bajo riesgo frente a las potenciales fluctuaciones de las tasas de interés, debido al importante financiamiento pactado a tasa fija.

3. 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, correspondiendo a las otras entidades y empresas públicas de los tres niveles de gobierno una calificación individual en función de su propia capacidad de pago.

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 expresa intención de corresponder a la del Gobierno Central presupuestario¹⁰ 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 contributivas¹¹.

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.

Sin perjuicio de lo antes indicado, se busca a futuro ampliar la cobertura del reporte de información sobre los activos y pasivos financieros que conforman de modo más general la Hacienda Pública, desde el Sector de Gobierno Central hasta el Sector de Gobierno General, para lo cual se hallan varias acciones estratégicas en curso.

¹⁰ 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.

¹¹ 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.

3.1 Activos financieros (ahorro bruto)

Al 31 de diciembre de 2014, el total de activos financieros¹² del Gobierno Central alcanzó los S/. 64 920 millones, de los que S/. 27 937 millones correspondieron a activos en moneda nacional y S/. 36 983 millones en moneda extranjera compuestos principalmente por fondos acumulados de Recursos Ordinarios y por el Fondo de Estabilización Fiscal, respectivamente¹³ (ver Cuadro N° 6).

Durante los últimos 12 meses del año se apreció una tendencia creciente en el saldo total de activos financieros, mostrando una variación anual de 11,3% equivalente a S/. 6 572 millones. El incremento anual se explica principalmente por dos factores: (i) la aplicación de la regla fiscal para el año 2014 que establecía que el Resultado Económico del Sector Público No Financiero no podía ser deficitario permitiendo que el Tesoro acumule un nivel importante de ahorro en moneda nacional que se ve reflejado en la cuenta disponible, y (ii) las variaciones en el tipo de cambio del dólar que subió +6,9% en el periodo de dic-13 a dic-14, cambio que impactó en el valor del Fondo de Estabilización Fiscal, el cual representa el 81,4% de la cuenta fondos restringidos y se compone únicamente por depósitos en dólares estadounidenses en el Banco Central de Reserva del Perú.

Al revisar cada grupo de cuentas que conforman los activos se puede observar que los depósitos a plazo son el principal instrumento de rentabilización de fondos. Al cuarto trimestre de 2014, el 69,1% del total de activos está conformado por depósitos a plazo colocados principalmente en el Banco Central de Reserva del Perú.

Cuadro N° 6
POSICIÓN EN ACTIVOS FINANCIEROS

	Saldo Dic 2013 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Set 2014 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Dic 2014 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
<u>Por disponibilidad</u>							
Disponible	26 155	44,8%	31 102	46,8%	28 037	43,2%	-9,9%
Depósitos Vista	10 757	18,4%	10 978	16,5%	10 029	15,4%	-8,6%
Depósitos a plazo	15 398	26,4%	20 124	30,3%	18 008	27,7%	-10,5%
Cuentas por cobrar	3 412	5,8%	3 400	5,1%	3 238	5,0%	-4,8%
Trasposos	3 406	5,8%	3 390	5,1%	3 224	5,0%	-4,9%
Derivados	6	0,0%	10	0,0%	13	0,0%	+40,0%
Fondos restringidos	28 871	49,3%	31 900	48,0%	33 645	51,8%	+5,5%
Depósitos vista	4 763	8,2%	5 421	8,2%	6 268	8,7%	+15,6%
Depósitos a plazo	24 018	41,2%	26 478	39,9%	27 377	42,2%	+3,4%
TOTAL	58 348	100,0%	66 401	100,0%	64 920	100,0%	-2,2%

Fuente: MEF - DGETP.

¹² 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 2013. 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 extrapresupuestario.

¹³ Los fondos acumulados de Recursos Ordinarios representan el 42% del total del saldo de la cuenta Disponible y el Fondo de Estabilización Fiscal equivale al 81,4% del total de fondos restringidos al cierre de diciembre 2014.

3.2 Pasivos financieros (deuda bruta)

Al cierre del año 2014 el total de pasivos financieros¹⁴ del Gobierno Central alcanzó un monto equivalente a S/. 98 080 millones, mayor en +10,7% al cierre del año anterior (ver Cuadro N° 7). Por jurisdicción, la deuda externa representa el 50,0% del total, mostrando una disminución respecto a diciembre de 2013 cuando la deuda externa representó el 54,6%; mientras que, por su instrumento de origen, el 74,9% corresponde a valores en circulación en los mercados incrementándose respecto a diciembre de 2013 en el que se ubicó en 73,0%.

Durante los últimos 12 meses se observa un incremento en el saldo total de los valores en circulación de +13,5%, incremento mayor al de la participación de adeudados que fue de +4,6%. En el cuarto trimestre del año, el saldo de bonos y letras del Tesoro aumentó en S/. 4 877 millones, lo que permitió incrementar la participación de los valores en moneda nacional sobre el total de la deuda. Asimismo, la participación que mantiene el financiamiento en moneda extranjera sobre el total de la deuda pasó de 54,0% en diciembre 2013 a 52,4% a diciembre 2014¹⁵. La deuda en moneda extranjera expresada en su moneda origen muestra una ligera reducción, mientras que la deuda en moneda nacional muestra un incremento producto de las emisiones de bonos y letras en el marco de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos.

Cuadro N° 7
POSICIÓN EN PASIVOS FINANCIEROS

	Saldo Dic 13 (MM S/.)	(%)	Saldo Set (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Dic 14 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
Por origen							
Valores en circulación	64 721	73,0%	68 796	73,9%	73 472	74,9%	+6,8%
Letras del Tesoro	279	0,3%	533	0,6%	476	0,5%	-10,7%
Bonos globales	26 469	29,9%	27 291	29,3%	27 114	27,6%	-0,6%
Bonos soberanos	35 866	40,5%	38 815	41,7%	43 749	44,6%	+12,7%
Otros bonos	2 106	2,4%	2 157	2,3%	2 132	2,2%	-1,2%
Adeudados	23 417	26,4%	23 709	25,5%	24 490	25,0%	+3,3%
Multilaterales	15 753	17,8%	16 169	17,4%	16 694	17,0%	+3,2%
Club de París	5 460	6,2%	5 115	5,5%	4 858	5,0%	-4,9%
Otros	2 204	2,5%	2 424	2,6%	2 938	3,0%	+21,2%
Cuentas por pagar	472	0,5%	531	0,6%	118	0,1%	-77,7%
TOTAL	88 609	100%	93 036	100%	98 080	100%	+5,4%

Fuente: MEF - DGETP.

¹⁴ El Informe Anual de Deuda Pública, además de la deuda bruta del Gobierno Central, también incluye la deuda externa de los Gobiernos Regionales, Gobiernos Locales y empresas públicas, financieras y no financieras, así como la parte de los pasivos por reservas previsionales de la Oficina de Normalización Previsional que corresponden al reconocimiento de aportes de los trabajadores trasladados del sistema público al sistema privado de pensiones.

¹⁵ Estas cifras no toman en cuenta los swaps pactados, las cuales equivalen a una obligación adicional para la República equivalente a 118 millones de soles a valor de mercado, equivalente al valor presente de los mayores pagos a efectuar durante la vida de los derivados. La participación de la deuda en moneda extranjera luego de incluir los derivados de cobertura es de 49,2% al cierre del diciembre del 2014.

3.3 Deuda pública neta

El nivel de la deuda bruta (pasivos financieros) del Gobierno Central que se alcanzó a diciembre del 2014 se vio mitigado por el ahorro acumulado (activos financieros) a la misma fecha, cuya brecha determina la deuda neta y la exposición al riesgo estructural de balance.

La deuda neta representa alrededor del 33,8% del saldo de la deuda bruta, aunque el año anterior representaba el 34,2%. Al cierre de diciembre del 2014 la deuda neta era equivalente al 30,4% de los ingresos públicos y al 5,8% del PBI (ver Cuadro N° 8) mostrando un incremento de +0,9% y +0,3% respecto al año anterior. Esto se debe al menor ritmo de crecimiento de los activos cuyo incremento anual fue de S/. +6 572 millones (liderado por los depósitos a plazo en moneda nacional) respecto del de los pasivos que fue de (S/. +9 477 millones)¹⁶.

Cuadro N° 8
DEUDA NETA DEL GOBIERNO CENTRAL

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo dic-13 (MM S/.)	Saldo dic-14 (MM S/.)	Saldo dic-13 (MM S/.)	Saldo dic-14 (MM S/.)	Saldo dic-13 (MM S/.)	Saldo dic-14 (MM S/.)
Soles	27 364	27 937	40 574	49 388	13 210	21 451
Dólares	28 606	34 871	41 339	44 033	12 733	9 161
Euros	299	249	2 920	1 440	2 621	1 190
Yenes	2 079	1 862	3 644	3 130	1 565	1 268
Otros	0	0	132	90	132	90
Total	58 348	64 920	88 609	98 080	30 261	33 161
Posición / Ingresos	56,5%	59,5%	85,4%	89,7%	29,3%	30,4%
Posición / PBI	10,7%	11,3%	16,2%	17,0%	5,5%	5,8%

Fuente: MEF - DGETP.

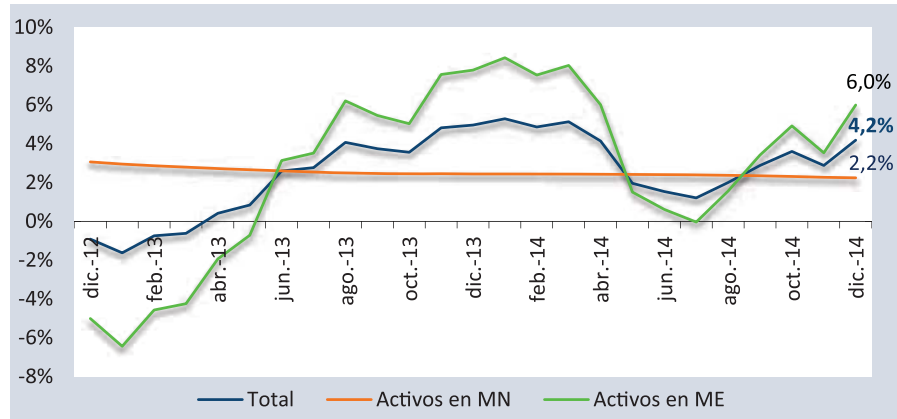
El saldo de deuda neta sería menor si se incluyera el saldo de activos financieros correspondiente a la participación patrimonial del Gobierno Central en las diferentes empresas públicas y entidades públicas que le pertenecen.

3.4 Rendimientos y costos

Tanto el rendimiento como el costo equivalente que se presentan a continuación han sido calculados como 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 también 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.

¹⁶ El PBI para el cálculo del indicador de deuda neta respecto al PBI, corresponde al publicado en MMM. Para el año 2013 fue de S/. 547 millones y para el 2014 fue de S/. 576 millones.

Gráfico N° 28
EVOLUCIÓN DEL RENDIMIENTO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EXPRESADOS EN MONEDA NACIONAL



Fuente: MEF - DGETP.

En el caso de los activos financieros, el efecto de los tipos de cambio, principalmente del dólar estadounidense, ante las expectativas del mercado respecto a la subida de la tasa de interés de la Reserva Federal estadounidense, han venido generando un alto nivel de volatilidad 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° 9).

Cuadro N° 9
RENDIMIENTO DE ACTIVOS FINANCIEROS

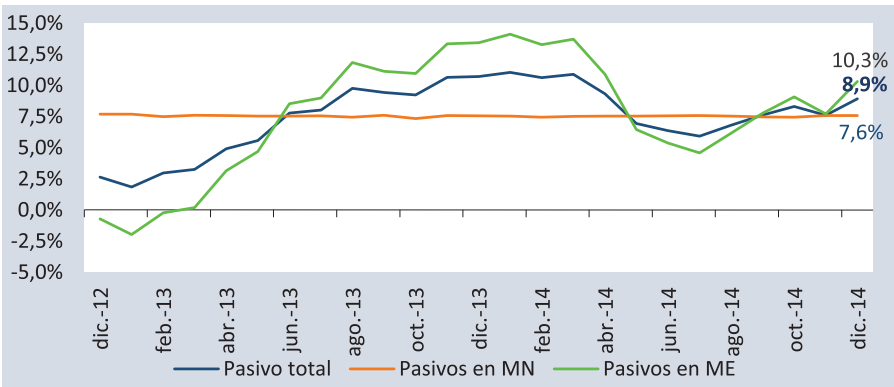
	Dic-13		Sep-14		Dic-14	
	En soles	En moneda de origen	En soles	En moneda de origen	En soles	En moneda de origen
POR DISPONIBILIDAD						
Disponibles	2,9%		2,4%		2,7%	
Soles	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
Dólares	9,3%	0,0%	3,8%	0,0%	6,6%	0,0%
Euros	12,4%	0,0%	-4,9%	0,0%	-10,3%	0,0%
Cuentas por cobrar	-2,8%		-1,0%		-0,3%	
Soles	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	4,9%	4,9%
Dólares	11,5%	2,1%	6,3%	2,1%	9,1%	2,1%
Euros	14,5%	1,9%	0,6%	1,9%	-2,3%	2,2%
Yenes	-11,7%	1,6%	-4,6%	1,6%	-5,2%	1,6%
SCP	11,2%	3,1%	7,2%	2,3%	8,1%	2,9%
Fondos restringidos	8,2%		3,8%		6,2%	
Soles	2,5%	2,5%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
Dólares	9,4%	0,0%	4,0%	0,2%	6,8%	0,2%
Euros	12,4%	0,0%	-4,9%	0,0%	-10,3%	0,0%
Total	4,9%		2,9%		4,2%	

Fuente: MEF - DGETP.

El rendimiento equivalente promedio anual del total de activos financieros expresados en soles al cierre de diciembre de 2014 fue de 4,2%, disminuyendo respecto al mismo mes del año anterior en que se ubicó en 4,9%. Se observa que el importante saldo de activos en moneda extranjera que mantiene el Gobierno Central le agrega un alto nivel de volatilidad (riesgo) al rendimiento total de los activos. En particular, al observar las tasas pactadas de los depósitos en moneda extranjera se observa que son muy cercanas a cero en el caso de dólares estadounidenses y cero en otras monedas, derivado de la falta de contrapartes con las que pacta el Tesoro sus operaciones activas.

El efecto cambiario también ha tenido un impacto significativo 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 (ver Cuadro N° 10) expresados en soles al cierre de diciembre de 2014 fue de 8,9%, mostrando una disminución respecto al cierre del año anterior en que se ubicó en 10,7%.

Gráfico N° 29
EVOLUCIÓN DEL COSTO DE LOS PASIVOS FINANCIEROS EXPRESADOS EN MONEDA NACIONAL



Fuente: MEF - DGETP.

Cuadro N° 10
COSTO DE PASIVOS FINANCIEROS

	Dic-13		Set-14		Dic-14	
	Costo en soles	Costo en moneda origen	Costo en soles	Costo en moneda origen	Costo en soles	Costo en moneda origen
<u>POR ORIGEN</u>						
Valores en circulación	11,4%		7,8%		9,1%	
Letras del Tesoro	4,0%		4,0%		3,9%	
Soles	4,0%		4,0%		3,9%	
Bonos Soberanos	7,7%		7,7%		7,8%	
Soles	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%
Bonos Globales	16,9%		8,1%		14,1%	
Dólares	16,7%	7,4%	7,9%	7,4%	14,4%	7,8%
Euros	19,9%	7,5%	12,7%	7,5%		
Otros Bonos del TP	8,2%		6,7%		8,1%	
Soles	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Dólares	17,3%	8,0%	8,5%	8,0%	14,9%	8,0%
Bonos Brady	13,3%		4,5%		10,8%	
Dólares	13,3%	4,1%	4,5%	4,1%	10,8%	4,1%
Adeudados	9,1%		2,3%		5,4%	
Soles	6,3%	6,2%	5,9%	5,9%	5,4%	5,4%
Dólares	13,7%	4,9%	2,1%	1,6%	8,3%	1,6%
Euros	15,0%	2,6%	7,6%	2,4%	-1,9%	2,6%
Yenes	-11,2%	2,1%	-1,2%	2,0%	-4,8%	1,9%
Otros	11,9%		3,7%		2,6%	
Total	10,7%		6,4%		8,9%	

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, fue menor al cierre del 2014 respecto del año anterior, explicado en gran medida por el incremento de la participación del dólar en los activos en casi +4% y la reducción de la participación de los dólares, euros y yenes en los pasivos en casi -2%, -2% y -1% respectivamente.

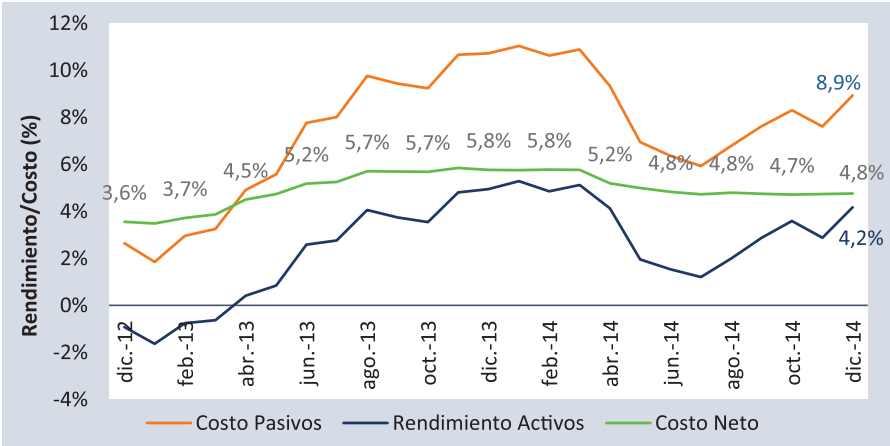
Cuadro N° 11
COSTO NETO POR MONEDAS

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Rendimiento Dic13	Rendimiento Dic14	Costo Dic13	Costo Dic14	Costo neto Dic13	Costo neto Dic14
Soles	2,5%	2,2%	7,6%	7,6%	5,1%	5,3%
Dólares	1,3%	6,8%	15,6%	12,1%	14,4%	5,3%
Euros	14,2%	-3,1%	17,1%	0,7%	2,9%	3,8%
Yenes	-11,7%	-5,2%	-11,2%	-4,8%	0,4%	0,5%
Otros			11,9%	2,6%	11,9%	2,6%
Total	4,9%	4,2%	10,7%	8,9%	5,8%	4,8%

Fuente: MEF - DGETP.

Así, al revisar la composición del costo neto por monedas se observa que las monedas que más aportaron al costo neto fueron el sol y el dólar, por los más bajos rendimientos que percibió el Tesoro por parte de sus depósitos en el BCRP frente al costo de mercado al que el Gobierno Central se fondea.

Gráfico N° 30
EVOLUCIÓN DEL COSTO NETO DE LA DEUDA EXPRESADA EN MONEDA NACIONAL



Fuente: MEF - DGETP.

Esto significa que por cada S/. 1 millón de fondeo promedio vigente el Tesoro Público pagó en el 2014 en promedio S/. 89,3 mil y por cada S/. 1 millón de inversión promedio vigente percibió S/. 41,7 mil, habiendo un espacio importante para reducir esa diferencia, especialmente a través de un mayor desarrollo del mercado de valores de deuda pública en soles y de una gestión activa de caja.

Finalmente, al incluir los flujos netos de los derivados pactados el costo neto de la deuda neta total se incrementa en +11 pb, pasando de 4,76% a 4,87% para diciembre de 2014, mientras que a diciembre de 2013 se incrementaba en +16 pb. Desagregándolo por monedas, el costo neto en dólares se incrementa en +19 pb y el costo neto en yenes se incrementa en +47 pb.

Cuadro N° 12
COSTO NETO POR MONEDA INCLUYENDO DERIVADOS FINANCIEROS

Monedas	Deuda neta sin derivados		Deuda neta con derivados	
	Costo neto Dic-13 (%)	Costo neto Dic-14 (%)	Costo neto Dic-13 (%)	Costo neto Dic-14 (%)
Nuevos soles	5,1%	5,3%	5,1%	5,3%
Dólares	14,4%	5,3%	14,6%	5,5%
Euros	2,9%	3,8%	3,8%	3,8%
Yenes	0,4%	0,5%	0,9%	1,0%
Otros	11,9%	2,6%	11,9%	2,6%
Total	5,8%	4,8%	5,9%	4,9%

Fuente: MEF - DGETP.

En términos absolutos, durante los últimos doce meses el pago neto por el diferencial de los flujos de los derivados financieros contratados ascendió a S/ 117,56 millones; sin embargo, esto representó un costo neto equivalente al 1,66% del total de su valor nocional pactado a diciembre del 2014, nivel cercano a la media de lo que anualmente se ha venido pagando desde el 2009.

Cuadro N° 13
COSTO NETO DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS RESPECTO DE SU VALOR NOCIONAL

Monedas	Dic-13	Dic-14
	MN	MN
Dólares	2,74%	2,01%
Euros	0,65%	0,62%
Yenes	4,79%	5,04%
Total	2,03%	1,66%

Fuente: MEF - DGETP.

4. 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 continúa 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.

4.1 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 financiero¹⁷ 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)¹⁸, medida que toma en consideración los activos plenamente disponibles, líquidos y de alta calidad para hacer frente a las salidas netas de efectivo en el corto plazo.

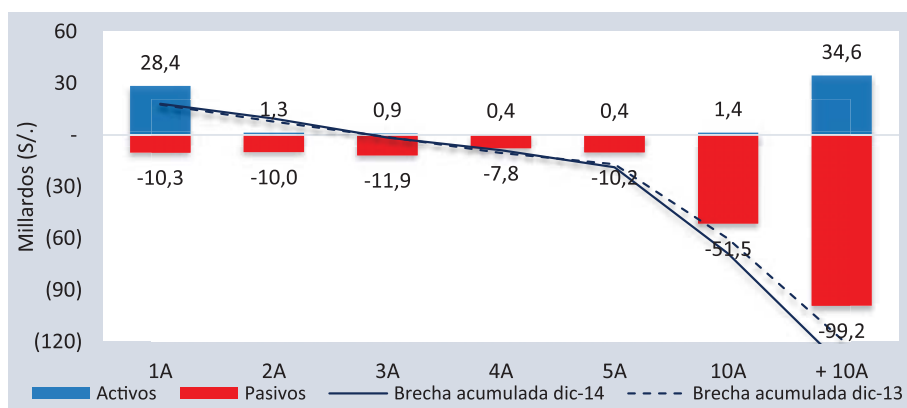
a. Calce de activos y pasivos de acuerdo al plazo residual

Del análisis de liquidez por plazos de vencimiento se puede destacar que el descálce acumulado total es positivo hasta la banda temporal de dos años al igual que el año anterior pero con un saldo mayor en el último periodo, lo que significa que el Gobierno Central, cuenta con holgura suficiente para cubrir las obligaciones financieras (principal e intereses) pactadas en los siguientes dos años utilizando sus activos líquidos.

¹⁷ 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.

¹⁸ Medida recomendada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para el seguimiento y control del riesgo de liquidez en las entidades financieras.

Gráfico N° 31
CUADRO DE LIQUIDEZ POR PLAZOS DE VENCIMIENTO

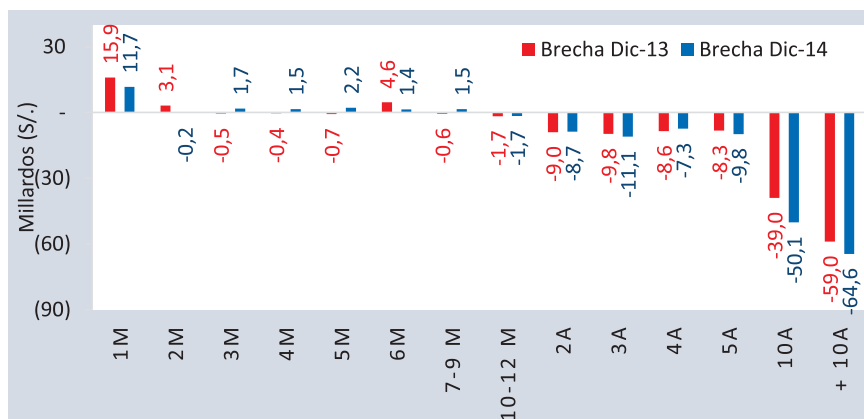


Fuente: MEF - DGETP.

El descalce acumulado positivo se ubica en la banda de 2 años con un monto de S/. 9,4 millones mientras que el año anterior se ubicaba en la misma banda con un nivel de S/. 7,7 millones.

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 diciembre de 2013 como en diciembre de 2014; sin embargo, a diferencia del año anterior se observa una mejor distribución de las bandas a corto plazo en el último periodo generándose saldos netos positivos en las bandas de 3M, 4M, 5M, 6M y 9M (ver Gráfico N° 32). Si bien se muestra una mejora, esto aún es insuficiente ya que, no se cuenta con obligaciones importantes en el corto plazo (las letras del Tesoro se emiten en montos reducidos aún) 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.

Gráfico N° 32
CUADRO DE LIQUIDEZ POR PLAZOS DE VENCIMIENTO



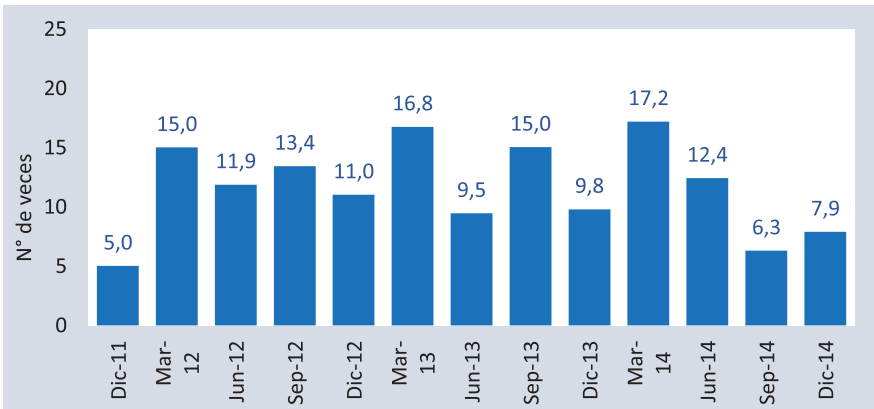
Fuente: MEF - DGETP.

Cabe resaltar que el objetivo es diversificar en plazos, en contrapartes y en monedas, para lo cual el Tesoro debe explorar la posibilidad de ampliar sus contrapartes para realizar depósitos. Actualmente la única contraparte es el Banco Central de Reserva del Perú que, acota los plazos máximos para depósitos realizados en monedas extranjeras, según sus políticas de gestión de las Reservas Internacionales.

b. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)¹⁹

El RCL al cierre de diciembre del 2014 es mayor a 1, con un valor de 7,9 veces mostrando una disminución respecto a diciembre del 2013, cuando cerró en 9,8. Esta variación refleja principalmente la caída de los activos líquidos en moneda nacional que disminuyeron en -3,1% en el último año, mientras que los pasivos de corto plazo aumentaron en +1,9%. 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, pero también es importante tener en cuenta que los altos niveles de liquidez que se mantienen tienen un alto costo reflejado en los bajos niveles de rentabilidad que obtiene el Tesoro.

Gráfico N° 33
RATIO DE COBERTURA DE LIQUIDEZ (RCL)



Fuente: MEF - DGETP.

¹⁹ 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.

4.2 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 duraciones²⁰. Se puede apreciar que la duración total de los activos disminuyó, pasando de 0,59 años en diciembre del 2013 a 0,49 años en diciembre del 2014 (ver Cuadro N° 14), ante la menor duración de los depósitos a plazo disponibles y de los fondos restringidos conformados principalmente por los depósitos a plazo del Fondo de Estabilización Fiscal cuya duración pasó de 0,48 años a 0,39 años para el mismo período.

Cuadro N° 14
COSTO NETO DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS RESPECTO DE SU VALOR NOCIONAL

	Saldo Dic 2013 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Sep 2014 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Dic 2014 (MM S/.)	Duración (años)
POR DISPONIBILIDAD						
Disponible	26 155	0,2	31 102	0,2	28 037	0,2
Depósito a la vista	10 757	0,0	10 978	0,0	10 029	0,0
Depósito a plazo	15 398	0,4	20 124	0,4	18 008	0,3
Cuentas x cobrar	3 412	4,8	3 400	4,9	3 238	5,0
Trasposos	3 406	4,8	3 390	4,9	3 224	4,9
Derivados	6		10		13	
F. restringidos	28 781	0,4	31 900	0,4	33 645	0,3
Depósitos a la vista	4 763	0,0	5 421	0,0	6 268	0,0
Depósito a plazo	24 018	0,5	26 478	0,5	27 377	0,4
TOTAL	58 348	0,59	66 401	0,55	64 920	0,49

Fuente: MEF - DGETP.

Por otro lado, la duración de los pasivos presentó un aumento equivalente a 0,31 años durante el último año (ver Cuadro N° 15). 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 en soles y dólares. En ese sentido se puede observar que, luego de un periodo de alta volatilidad ante la mayor incertidumbre iniciada durante los primeros dos trimestres del año en el entorno global, se muestra una recuperación en los precios de los valores de deuda pública en los últimos meses. Esto

²⁰ Equivalen al plazo promedio de reembolso del principal e intereses en términos de valor presente.

se ha reflejado en la caída permanente de la duración de los valores en circulación lo cual se revirtió durante el segundo trimestre y se ha mantenido en los dos últimos trimestres del 2014.

Cuadro N° 15
DURACIÓN DE LOS PASIVOS FINANCIEROS

	Saldo Dic 2013 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Sep.2014 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Dic 2014 (MM S/.)	Duración (años)
POR ORIGEN						
Valores en circulación	64 721	7,58	68 796	7,94	73 472	7,97
Letras del Tesoro	279	0,44	533	0,40	476	0,34
B. globales	26 469	7,84	27 291	8,33	27 114	8,52
B. soberanos	35 866	7,53	38 815	7,85	43 749	7,78
Otros bonos	2 106	6,19	2 157	6,35	2 132	6,45
Adeudados	23 417	4,81	23 709	4,78	24 490	4,73
Multilaterales	15 753	5,13	16 169	5,08	16 694	5,06
Club de París	5 460	4,81	5 115	4,76	4 858	4,85
Otros	2 204	2,54	2 424	2,77	2 938	2,65
Cuentas x pagar	472		531		118	
TOTAL	88 609	6,85	93 036	7,13	98 080	7,16

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° 16). La duración de la deuda neta muestra un aumento de 0,30 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 principalmente con operaciones pactadas a largo plazo.

Cuadro N° 16
DURACIÓN DE LA DEUDA NETA

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Duración Dic13 (años)	Duración Dic14 (años)	Duración Dic13 (años)	Duración Dic14 (años)	Duración Dic13 (años)	Duración Dic14 (años)
Soles	0,26	0,21	7,21	7,44	7,04	7,32
Dólares	0,54	0,45	7,12	7,47	6,75	7,11
Euros	5,16	6,14	3,53	5,70	2,96	4,64
Yenes	4,85	4,74	4,48	4,48	1,70	1,68
Otros	-	-	2,91	4,20	2,91	3,68
Total	0,59	0,49	6,85	7,16	6,46	6,76

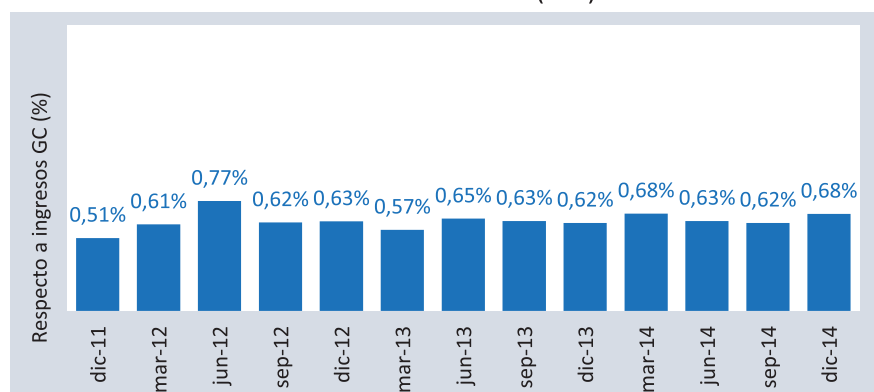
Fuente: MEF - DGETP.

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 de 2014 muestra que, ante la variación estándar de tasa de interés utilizada, se generaría un impacto en el margen financiero del Gobierno Central (Ganancia en Riesgo) de S/. 745 millones equivalente al 0,68% de los Ingresos del Gobierno Central o al 0,13% del PBI²¹. El indicador GER de diciembre de 2013 fue de S/. 637 millones.

Gráfico N° 34
GANANCIA EN RIESGO (GER)



Fuente: MEF - DGETP.

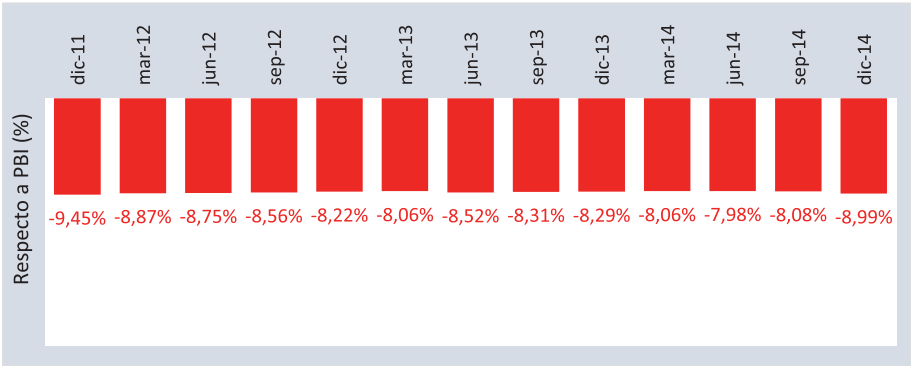
b. Valor patrimonial en riesgo (VPR)

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 reflejará en el valor de mercado del patrimonio del Gobierno Central.

Al cierre de diciembre de 2014, ante una variación negativa de 200 puntos básicos en la curva de tasas de interés (escenario de riesgo), el indicador de Valor Patrimonial en Riesgo fue de S/. 51 781 millones, equivalente a 8,99% del PBI, mayor al resultado del indicador de diciembre 2013 de 8,29%. De acuerdo a la estructura de balance del Gobierno Central, éste estaría expuesto a una disminución en el nivel de las tasas de interés, como ocurrió en años pasados y ahora se refleja en bonos de la República emitidos en el pasado y que actualmente cotizan muy sobre la par. Sin embargo, durante el 2014 se observó una subida en los rendimientos de los instrumentos de las economías emergentes, y se espera que esta tendencia se acentúe una vez que las principales potencias comiencen a cambiar sus políticas monetarias expansivas, como ya lo viene haciendo Estados Unidos.

²¹ Los ingresos y el PBI utilizados son los disponibles al cierre de 2014 de acuerdo al MMM 2016-2018. Ingresos de valor presente.

Gráfico N° 35
VALOR PATRIMONIAL EN RIESGO (VPR)



Fuente: MEF - DGETP.

4.3 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.

Al cierre de diciembre de 2014, la participación de los activos en soles dentro del total de activos fue de 43,0%, por debajo de la participación de los activos en dólares que fue de 53,7%. Durante los tres primeros trimestres de 2014, la participación de los activos en moneda local mostraron una tendencia creciente, pero en el cuarto trimestre se revierte esta situación debido a la variación del tipo de cambio, la caída en los ingresos en moneda nacional y la colocación de los recursos obtenidos por la emisión internacional de bonos globales en depósitos a plazo en dólares (ver Cuadro N° 17).

Cuadro N° 17
POSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS POR MONEDAS

Monedas	Participación dic 2013	Participación set 2014	Participación dic 2014
Activos	S/. 58 348 MM	S/. 66 401MM	S/. 64 920 MM
Disponible	44,8%	46,8%	43,2%
Soles	39,9%	44,1%	34,7%
Dólares	4,9%	2,7%	8,4%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por Cobrar	5,8%	5,1%	5,0%
Soles	0,4%	0,4%	0,3%
Dólares	1,5%	1,3%	1,4%
Euros	0,4%	0,4%	0,4%
Yenes	3,6%	3,0%	2,9%
Otros	0,0%	0,0%	0,0%
Derivados (*)	0,0%	0,0%	0,0%
Dólares	0,0%	0,0%	0,0%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Yenes	0,0%	0,0%	0,0%
Fondos Restringidos	49,3%	48,0%	51,8%
Soles	6,6%	6,7%	8,0%
Dólares	42,6%	41,3%	43,8%
Euros	0,1%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: MEF - DGETP.

La estructura de pasivos por monedas tiene como principal componente al sol con una participación de 50,4%, superior a la participación del dólar estadounidense, que al cierre del año se situó en 44,9% (ver Cuadro N°18).

Cuadro N° 18
POSICIÓN DE LOS PASIVOS FINANCIEROS POR MONEDAS

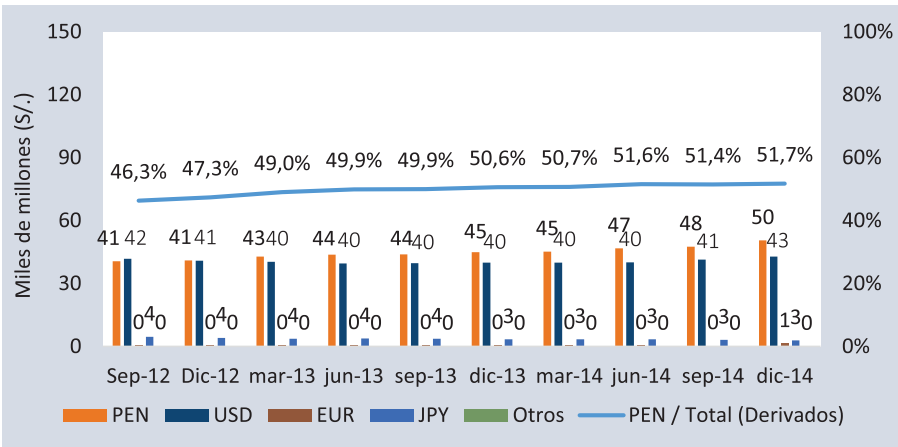
	Participación dic-13	Participación set-13	Participación dic-14
Pasivos	S/. 88 609 MM	S/. 92 505 MM	S/. 98 080 MM
Valores en circulación	73,00%	74,4%	74,9%
Soles	42,60%	44,3%	46,7%
Dólares	29,20%	28,9%	28,2%
Euros	1,30%	1,2%	0,0%
Adeudados	26,40%	25,6%	25,0%
Soles	3,20%	3,3%	3,7%
Dólares	17,30%	17,0%	16,6%
Euros	1,70%	1,5%	1,5%
Yenes	4,10%	3,7%	3,2%
Otros	0,10%	0,1%	0,1%
Derivados (*)	0,50%	0,5%	0,1%
Dólares	0,20%	0,2%	0,0%
Euros	0,30%	0,4%	0,1%
Yenes	0,00%	0,0%	0,0%
Total	100%	100%	100%

Fuente: MEF - DGETP.

Durante los últimos 12 meses, la caída del nivel de dolarización de la deuda bruta se produjo principalmente por el programa de subastas ordinarias y además, en el último trimestre, por la operación internacional realizada. Así, la deuda en moneda nacional respecto al total de la deuda pasó de 46,0% a 50,4% entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014.

Incluyendo las operaciones de derivados pactadas hasta antes de 2011, la participación del sol en la estructura de los pasivos aumentó a 51,7%, y la participación del dólar estadounidense pasó a 42,8%. La reducción de la participación de los pasivos en dólares tiene como contrapartida un aumento en el valor total de los pasivos medidos en soles equivalente al valor de mercado de los derivados, los que a su vez reflejan el valor presente de las mayores salidas de efectivo en soles respecto de los soles que se pagarían si la posición estuviera descubierta (ver Gráfico N° 36).

Gráfico N° 36
COMPOSICIÓN DE PASIVOS CON DERIVADOS



Fuente: MEF - DGETP.

Durante el 2014, la turbulencia en economías emergentes ante los anuncios realizados por la Reserva Federal generó presión sobre tipo de cambio. Esta situación depreció fuertemente las monedas de economías emergentes, si bien el sol peruano fue una de las monedas menos perjudicadas de la región, por las intervenciones realizadas por el Banco Central de Reserva del Perú, también se vio afectada. En los últimos 12 meses el tipo de cambio del dólar subió en 6,9%²².

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 del Valor en Riesgo y los escenarios de estrés.

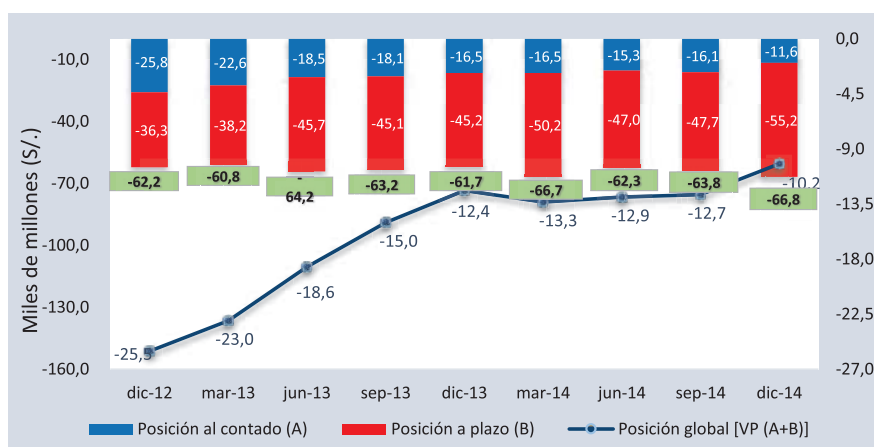
²² Tipo de cambio venta extraído de la SBS.

a. Posición de cambio global

A diciembre de 2014, el Gobierno Central muestra una posición al contado de sobreventa equivalente a S/. 11 604 millones, conformado principalmente por dólares estadounidenses, esta posición es menor en S/-.4 916 millones respecto al cierre de diciembre de 2013. Este cambio en la posición al contado se produce por el aumento de activos en moneda extranjera y la disminución de pasivos en moneda extranjera entre el año 2014.

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 2014 el Gobierno Central muestra una posición de cambio global (suma de posición al contado más posición a plazo) de sobreventa (pasivos netos) equivalente a S/. 10 210 millones (1,8% del PBI) conformada principalmente por dólares estadounidenses, la cual ha disminuido respecto al cierre del año anterior en S/-.2 279 millones (ver Gráfico N° 37).

Gráfico N° 37
POSICIÓN DE CAMBIO GLOBAL

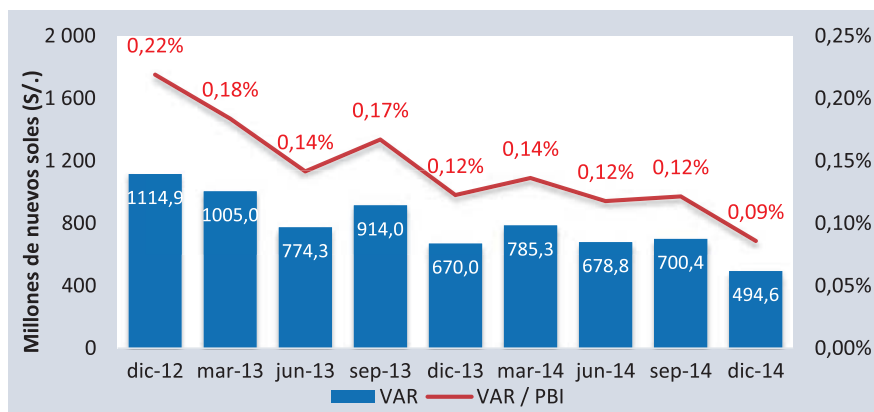


Fuente: MEF - DGETP.

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%.

Gráfico N° 38
EVOLUCIÓN DEL VaR CAMBIARIO



Fuente: MEF - DGETP.

De acuerdo al análisis realizado, la máxima pérdida esperada por tipo de cambio medida al cierre de diciembre de 2014 es de S/. 495 millones, equivalente al 0,09% del PBI mostrando una disminución respecto del mismo trimestre del año anterior, siendo el dólar la moneda que más contribuyó al nivel del VaR dada su preponderancia dentro de la posición global (ver Gráfico N° 38). Sobre la base del resultado anterior, se han establecido lineamientos de política que priorizan el endeudamiento en moneda nacional en el largo plazo. Por ello, es importante que las diferentes entidades del Gobierno también lo incorporen en sus planes estratégicos, como políticas de desdolarización y reducción de la deuda externa, para reducir las fuentes de vulnerabilidad financiera del Sector Público en general.

4.4 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 como contraparte de las operaciones activas, cuyo convenio para realizar depósitos de fondos públicos restringe la oportunidad de acceder a tasas competitivas de mercado a través de ellos (ver Cuadro N°19).

Cuadro N° 19
CONCENTRACIÓN DE ACTIVOS POR DEUDORES

Contraparte	Dic2013		Set2014		Dic2014	
	Importe (MM S/.)	Part. %	Importe (MM S/.)	Part. %	Importe (MM S/.)	Part. %
Disponible	26 155	44,8%	31 102	46,8%	28 037	43,2%
Banco Central de Reserva Perú	21 147	37,7%	28 450	42,8%	25 714	39,6%
Banco de la Nación	4 982	6,3%	2 639	4,0%	2 311	3,6%
Otros	25	0,0%	13	0,0%	12	0,0%
Cuentas por cobrar	3 412	6,6%	3 400	5,1%	3 238	5,0%
Entidades públicas no financieras	3 406	6,6%	3 390	5,1%	3 224	5,0%
Entidades de inversión	6	0,0%	10	0,0%	13	0,0%
Fondos Restringidos	28 871	49,4%	31 900	48,0%	33 645	51,8%
Banco Central de Reserva Perú	28 671	49,3%	31 832	47,9%	33 572	51,7%
Banco de la Nación	109	0,1%	68	0,1%	73	0,1%
Total	58 348	100%	66 401	100%	64 920	100%

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 y su capacidad de negociación (ver Cuadro N° 20).

Cuadro N° 20
CONCENTRACIÓN DE PASIVOS POR ACREEDORES

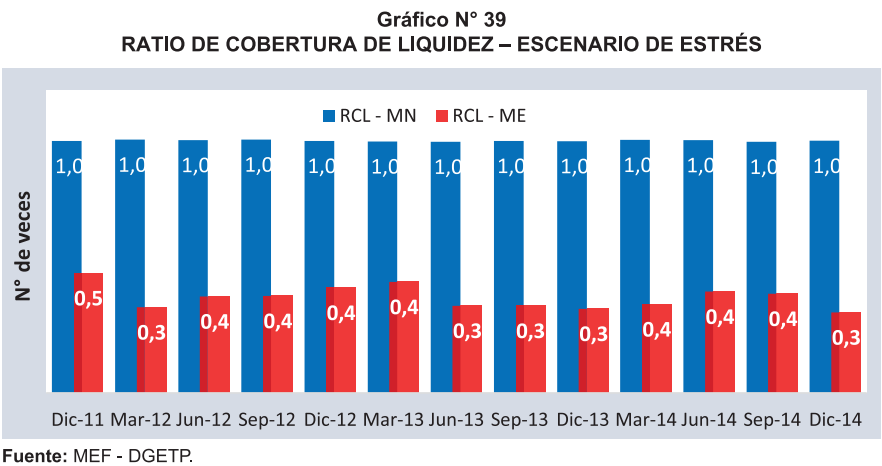
Acreedores	Dic 2013		Set 2014		Dic 2014	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
Valores en circulación	64 721	73,0%	68 796	73,9%	73 472	74,9%
Tenedores residentes	19 492	22,0%	26 092	28,0%	29 428	30,0%
Tenedores no residentes	45 288	51,0%	42 704	45,9%	44 044	44,9%
Adeudos	23 889	27,0%	24 240	26,1%	24 609	25,1%
Multilaterales	15 753	17,8%	16 169	17,4%	16 694	17,0%
Club de París	5 460	6,2%	5 115	5,5%	4 858	5,0%
Otros organismos	2 204	2,5%	2 424	2,6%	2 938	3,0%
Entidades de inversión	472	0,5%	531	0,6%	118	0,1%
Total	88 609	100,0%	93 036	100,0%	98 080	100,0%

Fuente: MEF - DGETP.

4.5 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 reducir progresivamente el saldo relativo de 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.

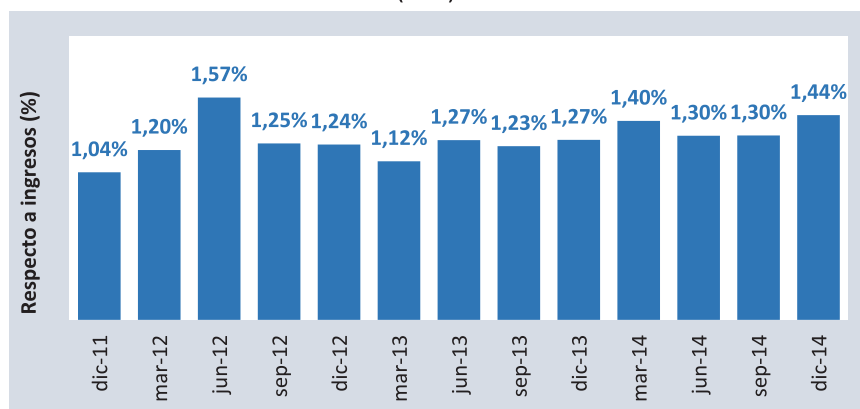


Como se observa en el Gráfico N° 39, la cobertura ante el escenario de estrés planteado mostró un cambio desfavorable de tendencia en el cuarto trimestre de 2014, pese al mayor incremento de liquidez en moneda extranjera, debido al mayor aumento relativo de los intereses por pagar originado luego de las operaciones con este tipo de cláusulas.

b. Ganancia en riesgo (GER)

El Banco Central de Reserva del Perú ha disminuido la tasa de referencia durante el 2014, en 50 puntos básicos, este comportamiento podría continuar si las condiciones económicas que afronte el Perú así lo ameriten. Esto junto con la brecha positiva que indica que se tiene un exceso neto de activos que repreciarán en el corto plazo, implica la posibilidad de que se continúe produciendo un impacto negativo, derivado de un movimiento de tasas de interés adverso (caída de tasas), por lo que es necesario optimizar el costo de oportunidad de los activos de corto plazo renegociando las condiciones establecidas en el contrato de depósitos a plazo con el Banco Central de Reserva del Perú para que, al igual que en otros países, se le reditúe al Tesoro con una tasa superior a la tasa de referencia del Banco Central.

Gráfico N° 40
GANANCIA EN RIESGO (GER) – ESCENARIO DE ESTRÉS



Fuente: MEF - DGETP.

Sin embargo, si se repitiera una variación de tasas como la que se generó entre setiembre y octubre de 2008, producto de la agudización de la crisis financiera (bancarrota de Lehman Brothers, caída del Dow Jones en 6,98%, paquete de rescate de la Reserva/Tesoro de EEUU por 700 000 millones de dólares), entonces la Ganancia en Riesgo ascendería a S/. 1 582 millones, ante un movimiento de tasas de interés de 3,31% en moneda nacional y de 5,27% en moneda extranjera²³, equivalente a 1,44% de los Ingresos del Gobierno Central (ver Gráfico N° 40). Ante los niveles de tasas de interés que otorga el Banco Central de Reserva del Perú por los fondos del Tesoro, es muy poco probable que se presente una variación negativa similar a la aplicada en los escenarios anteriores.

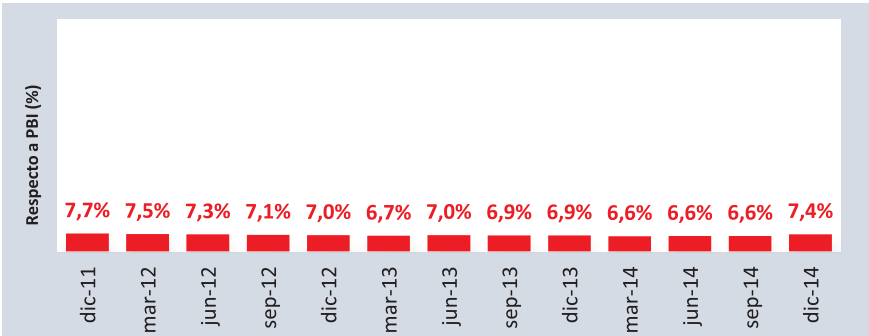
c. Valor patrimonial en riesgo (VPR)

En caso se repitiera la variación de tasas producida durante la crisis financiera (2008–2009) entonces el VPR sería de S/. 42 462 millones con un nivel de confianza de 99%, lo que equivale a 7,37% del PBI (Gráfico N° 41).

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.

²³ Para los choques en moneda nacional y extranjera se utiliza la mayor variación anual de los bonos soberanos y de los bonos globales, respectivamente.

Gráfico N° 41
VALOR PATRIMONIAL EN RIESGO (VPR) – ESCENARIO ALTERNATIVO

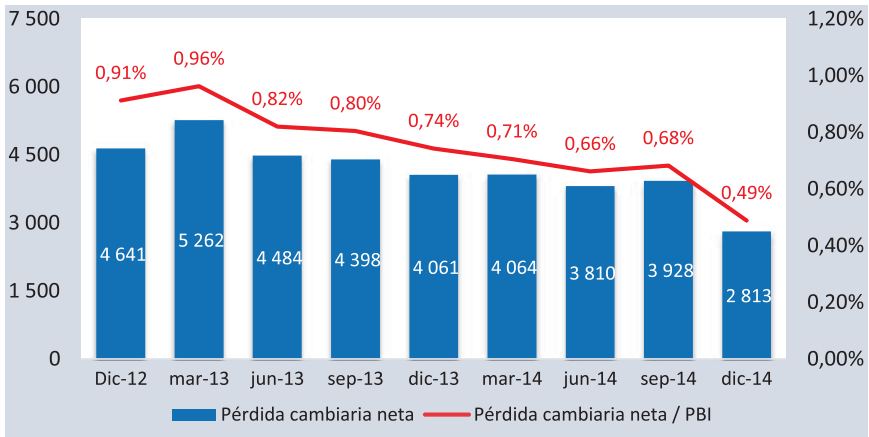


Fuente: MEF - DGETP.

d. Valor en riesgo cambiario

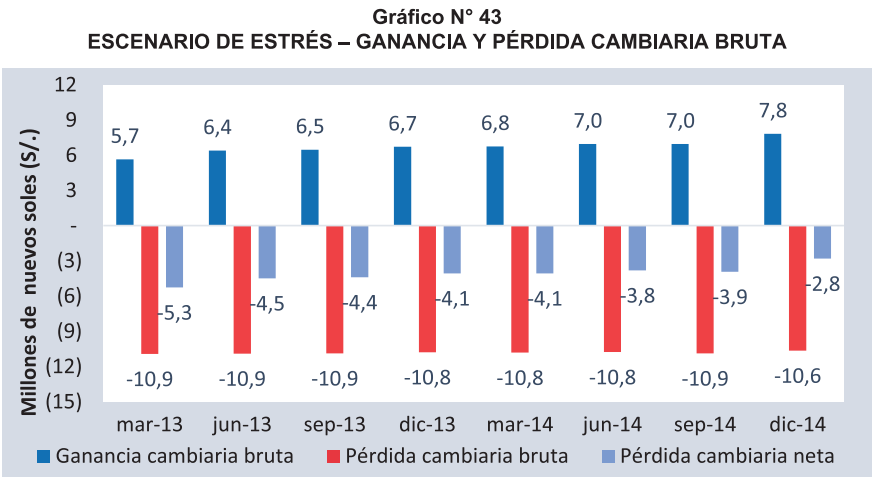
En caso que se repita una depreciación de la moneda nacional respecto a las principales divisas en la que está pactada la deuda, como la que se produjo durante la crisis 1997–1998 (crisis asiática y rusa) en la que en 3 meses el dólar se apreció en 19,9%, el euro en 33,9% y el yen en 41,2%, entonces la pérdida ocasionada por tipo de cambio sería de unos S/. 2 813 millones, lo que equivale a 0,5% del PBI (ver Gráfico N° 42).

Gráfico N° 42
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, se estima que la pérdida bruta ante el escenario de estrés utilizado generaría pérdidas de unos S/.-10 642 millones, monto equivalente a -1,85% del PBI (ver Gráfico N° 43).



Fuente: MEF - DGETP.

e. Balance de riesgos

El Cuadro N° 21 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° 21
BALANCE DEL IMPACTO DE LOS PRINCIPALES FACTORES DE RIESGO

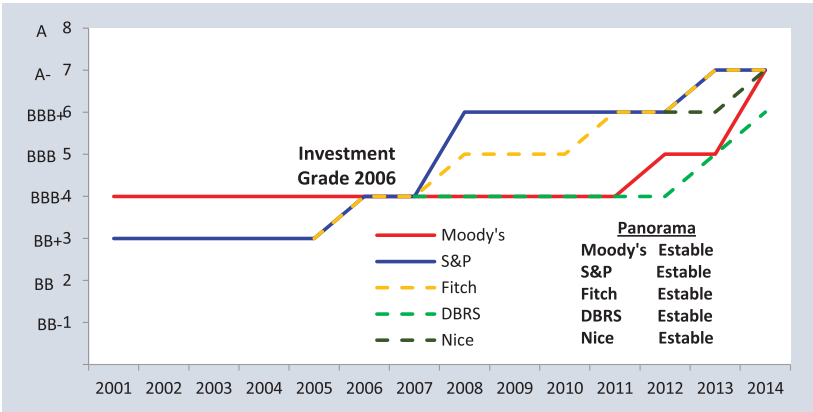
Tipo de riesgo	Exposición de la estructura de balance	Severidad	Probabilidad
Tipo de cambio	Depreciación del tipo de cambio	Alta	Alta
Tasa de interés de CP	Disminución de tasas	Media	Media
Tasa de interés de LP	Disminución de tasas	Alta	Baja
Liquidez	Activación cláusulas CD de bonos Globales	Alta	Baja
	Pago de pasivos contingentes		

Fuente: MEF - DGETP.

5. EVOLUCIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO SOBERANO

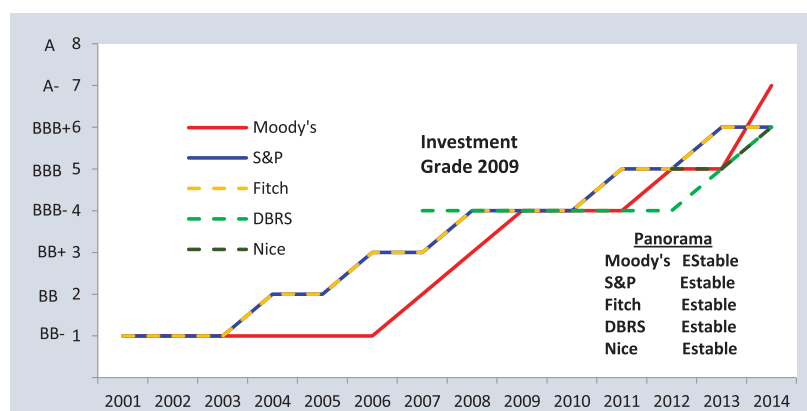
Consolidando la tendencia de años anteriores, durante el año 2014 las opiniones de las agencias calificadoras de riesgo continuaron presentando mejoras en la mayoría de los casos (3 de 5 calificadoras). Así, en mayo, la agencia de riesgo DBRS Inc aprobó la mejora de la calificación de la deuda de largo plazo de la República en moneda nacional y en moneda extranjera de “BBB” a “BBB(H)”. Posteriormente, en julio, la agencia de riesgo Moody’s decidió subir la calificación de los bonos de largo plazo emitidos por la República en moneda local y en moneda extranjera de “Baa2” a “A3”. Finalmente, en diciembre, la agencia Nice Investor Services decidió mejorar la calificación de la deuda de largo plazo del Perú desde “BBB+” hasta “A-” en moneda nacional y desde “BBB” hasta “BBB+” en moneda extranjera. De esta forma, al cierre del 2014 la calificación de la deuda soberana en moneda nacional de la República era mayoritariamente de A- según S&P, Fitch, Moody’s y Nice, mientras que para la deuda soberana denominada en moneda extranjera la calificación mayoritaria era de BBB+, por parte de S&P, Fitch, Nice y DBRS.

Gráfico N° 44
EVOLUCIÓN DE LAS CALIFICACIONES – DEUDA A LARGO PLAZO MONEDA LOCAL



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

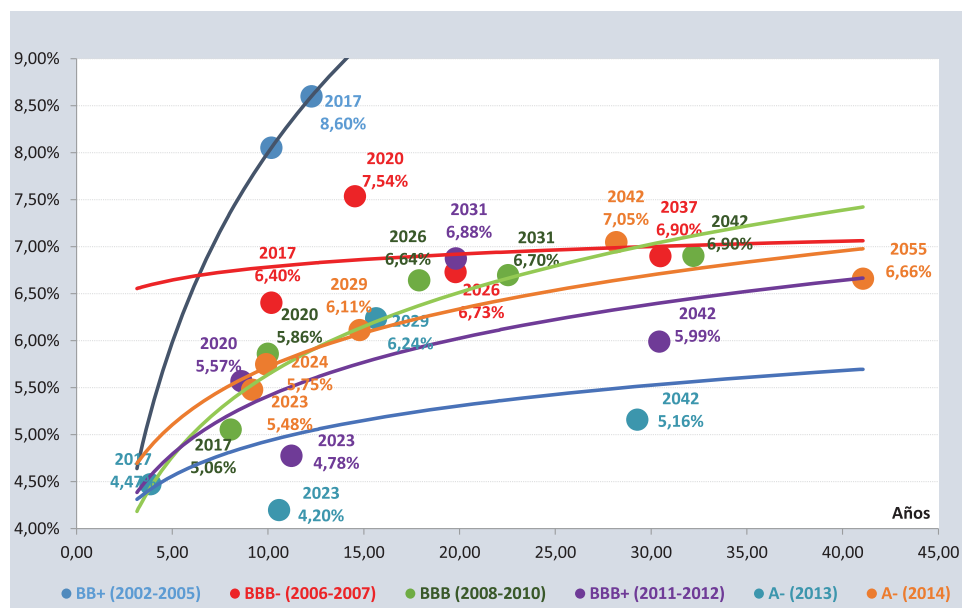
Gráfico N° 45
EVOLUCIÓN DE LAS CALIFICACIONES – DEUDA A LARGO PLAZO MONEDA EXTRANJERA



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

Las mejoras en la calificación de riesgo de la República se han traducido en una disminución del costo financiero al cual puede financiarse en los mercados de capitales. Por ejemplo, en el periodo 2002-2005, cuando la República tuvo una calificación crediticia de BB+, el costo financiero al cual podía acceder en el mercado local fue en promedio de 8,30% efectivo anual para un plazo de 11 años, mientras que en el año 2013 (antes del inicio del retiro del estímulo monetario de la FED), cuando la República obtuvo una calificación crediticia de A-, el costo financiero al que se pudo acceder fue en promedio de 5,02% efectivo anual para un plazo de 15 años, es decir, casi-300 pb por debajo (Gráfico N° 46), lo que en el presupuesto equivalió a un pago de intereses anuales menor en

Gráfico N° 46
COSTO FINANCIERO INCURRIDO POR LA REPÚBLICA SEGÚN CALIFICACIÓN CREDITICIA



Fuente: MEF - DGETP.

casi-40% por un monto de deuda de similar monto y plazo, sin incurrir en riesgo cambiario, de ahí la mayor importancia de la calificación de riesgo de la deuda en moneda local.

Por tanto, en la evolución de cada una de estas calificaciones, que se basan en una serie de valoraciones sobre las fortalezas y principales brechas de vulnerabilidad o desventajas que mantiene la República como sujeto soberano de crédito, reviste particular interés la identificación de las principales vulnerabilidades identificadas que, si no se revierten, dificultarán el mantenimiento y la obtención de futuras mejores calificaciones de riesgo²⁴.

Así, entre los principales factores de vulnerabilidad evidenciados en las opiniones formales emitidas en los informes y reportes por cada una de las calificadoras de riesgo, tanto de las contratadas como de las no contratadas, la mayoría coincide en la alta dependencia del ciclo de las materias primas, asociada a la debilidad en las cuentas externas y vulnerabilidad a los flujos de capitales; a la elevada concentración tributaria y elevado grado de informalidad de la economía; a la necesidad de mejora de aspectos institucionales y cierre de brechas de productividad, infraestructura y educación; y al poco desarrollo del sistema financiero y del mercado de valores doméstico. Se mencionan también como vulnerabilidades significativas las asociadas a la dolarización financiera, a la dolarización de la deuda pública y a la evolución de clima de negocios.

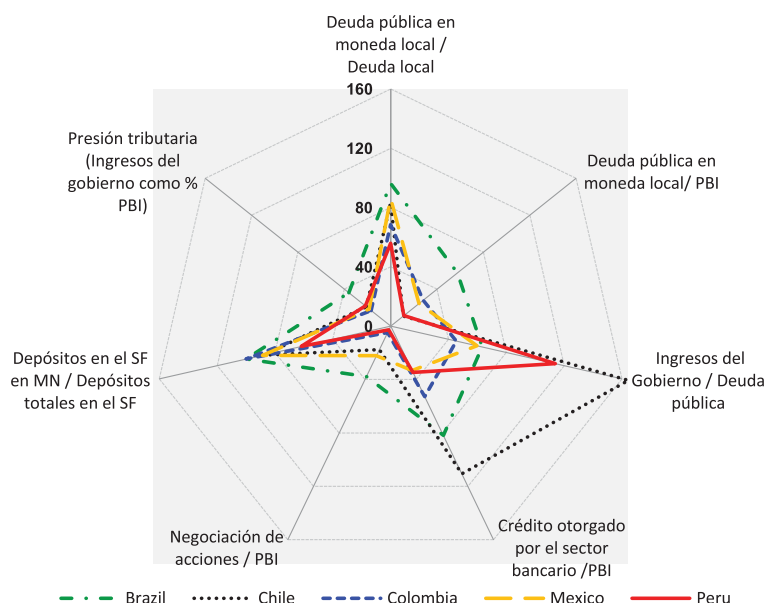
Cuadro N° 22
PRINCIPALES VULNERABILIDADES PERU 2014

FACTORES \ CALIFICADORAS	Standard & Poor's	Fitch Ratings	Moody's	DBRS Inc	Nice	Factores de coincidencia
Deficiencias estructurales institucionales / Factores políticos	x	x	x	x		4/5
Brechas en productividad, infraestructura, educación	x	x	x	x		4/5
Menor confianza de los inversionistas / Clima de negocios menos favorables	x		x		x	3/5
Concentración base tributara / Informalidad	x	x	x	x		4/5
Dependencia del ciclo de materias primas / Flujos de capitales / Debilidad de cuentas externas	x	x	x	x	x	5/5
Dolarización financiera	x	x		x		3/5
Dolarización de la deuda pública		x	x		x	3/5
Desarrollo del sistema financiero y del mercado de valores local	x		x	x	x	4/5

Fuente: Informes de Clasificación de Riesgo Soberano Perú de Fitch, Moody's, Nice, S&P y DBRS.

²³ La calificación crediticia de la deuda de largo plazo denominada en moneda nacional y en moneda extranjera de la República ha mejorado notoriamente durante el período 2001-2014, explicado por la mejora de su capacidad de pago en un contexto de equilibrio fiscal, reducción relativa de la deuda, mayor crecimiento económico, mayor inversión privada, bajos niveles de inflación, entre otros factores.

Gráfico N° 47
INDICADORES COMPARADOS PERÚ VS REFERENTES LATINOAMÉRICA²⁵



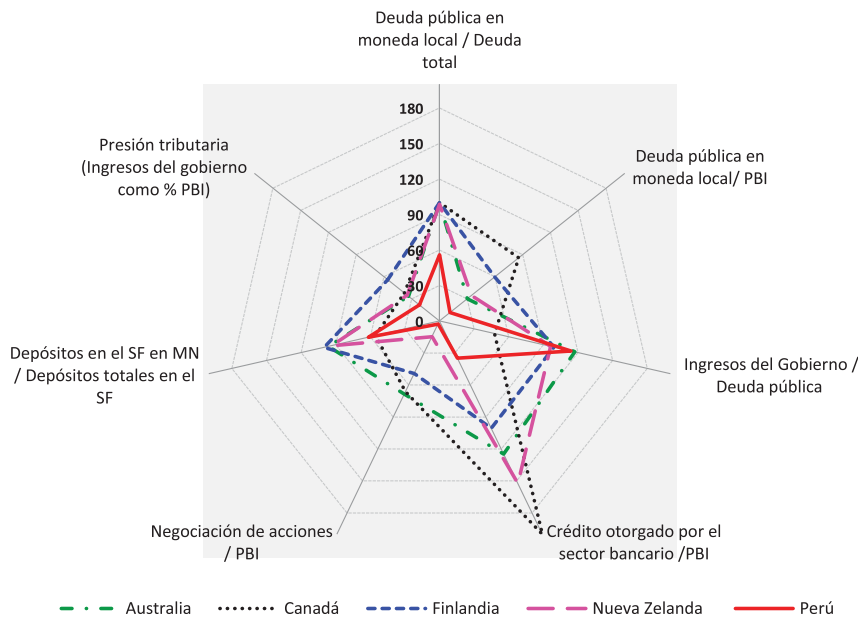
Fuente: Fitch Sovereign Data Comporator-Diciembre 2014 y Moody's Stadistical Handbook-Mayo 2015.

Así, aunque la deuda pública en moneda local del Perú ya tiene una calificación de A- con Fitch Ratings, Standard & Poor's, Moody's Investor Service y Nice Investor Service, en la mayoría de factores financieros el Perú presenta oportunidades de mejora importantes porque se halla aún por debajo de la media de las economías emergentes con calificación de riesgo similar. Por ejemplo, la media de estos países tiene una proporción de su deuda pública en moneda local en torno al 69% y un nivel de desdolarización financiera de 73%. Como contrapeso, por ejemplo, el Perú muestra gran fortaleza en la capacidad de pago de su deuda respecto del total de sus ingresos, donde en 2013 obtuvo un 87,8% frente a la media de las economías emergentes con calificación de riesgo entre A- y AAA que se ubicó en 133,8% respectivamente.

Además, en el contexto de la actual integración regional del Perú (A-) con Chile (AA), Colombia (BBB+) y México (A-) a través de la Alianza del Pacífico, resulta interesante identificar las brechas que se tienen frente a estos pares de la región, e inclusive frente a Brasil (BBB+). Por ejemplo, en lo que respecta a la desdolarización de la deuda pública, la República aún tiene un nivel de 56% frente a Brasil que está en 96%, México en 86%, Chile en 83% y Colombia en 68%. Igualmente, en lo relacionado a la dolarización financiera, Brasil y Colombia prácticamente no cuenta con depósitos en moneda extranjera, mientras que para Chile y México tienen un 12% y 11% del total de depósitos respectivamente; mientras que el Perú un 38%.

²³ Para mantener la consistencia visual de los indicadores plasmados en los Gráficos N°45 y N°46 se empleó la inversa del indicador Deuda Pública / Ingresos del Gobierno.

Gráfico N° 48
INDICADORES COMPARADOS PERÚ VS REFERENTES OCDE



Fuente: Fitch Sovereign Data Comporator-Diciembre 2014 y Moody's Stadistical Handbook- Mayo de 2015.

Por otro lado, tomando en cuenta el compromiso asumido por la Republica de iniciar una agenda de mejoras para llegar a formar parte de la OCDE, resulta relevante identificar las brechas existentes en los campos destacados por las agencias calificadoras. De esta manera, el Perú se halla en la mayoría de estos aspectos analizados por debajo de la media de las economías emergentes que son miembros de la OCDE. Por ejemplo, la media de estos países tiene una proporción de su deuda pública en moneda local en torno al 85% y un nivel de desdolarización financiera de 88%. Sin embargo, como contrapeso la Republica presenta ventajas en cuanto a la capacidad de pago de su deuda respecto de sus ingresos, donde la media de las economías emergentes miembros de la OCDE con calificación entre A- y AAA tienen 159,3%, aunque Australia, Finlandia y Nueva Zelanda tenían un promedio de 96,8%, mientras que Perú presentó niveles de 87,8%.

Por ello, complementariamente se consideran dentro del análisis a algunos países miembros de la OCDE que cuentan con algunas semejanzas con la economía peruana, por ser economías productoras de materias primas o ser economías pequeñas y abiertas, pero que gozan de una calificación de riesgo superior para así poder identificar los rezagos que alejan a la Republica de su objetivo de formar parte de la OCDE. Así, por ejemplo, Australia, Canadá, Finlandia y Nueva Zelanda mantienen prácticamente la totalidad de su deuda pública en moneda local. O por ejemplo, en cuanto a la dolarización financiera, Finlandia prácticamente no cuenta con depósitos en moneda extranjera,

mientras que en Nueva Zelanda y Australia estos representan solo el 7% y 4% del total de depósitos respectivamente (Canadá se encuentra por encima de Perú con 45%). Además, todos estos referentes han sido utilizados para el análisis prospectivo al 2030, como se detalla en la siguiente sección.

Cuadro N° 23
PRINCIPALES INDICADORES DE PAÍSES DE REFERENCIA SELECCIONADOS

Principales indicadores (%)	Perú	América Latina				Miembros OCDE			
		Brasil	Chile	Colombia	México	Australia	Canadá	Finlandia	Nueva Zelanda
Deuda pública en moneda local / Deuda local	55,9	96,2	83,4	68,4	86,1	100,0	100,0	100,0	98,6
Deuda pública en moneda local / PBI	11,4	57,5	10,9	28,0	24,4	30,0	85,7	59,6	34,5
Deuda pública / Ingresos del Gobierno	87,8	158,2	60,8	220,1	167,8	85,4	209,4	101,0	104,0
Crédito otorgado por el sector bancario /PBI	34,7	81,8	110,6	52,9	33,2	124,7	200,1	100,6	152,4
Negociación de acciones / PBI	2,9	37,9	17,6	4,9	22,1	68,5	66,3	49,3	14,6
Depósitos en el SF en MN / Depósitos totales en el SF	61,7	100,0	88,0	100,0	88,7	96,5	55,4	100,0	93,5
Presión tributaria (Ingresos del gobierno como % PBI)	22,4	34,5	21,1	16,9	18,7	33,9	37,7	55,5	33,6

Fuente: Fitch Sovereign Data Comporator-Diciembre 2014 y Moody's Stadistical Handbook - Mayo de 2015.

6. ANÁLISIS PROSPECTIVO AL 2030

Tradicionalmente la planificación estratégica se ha basado en un análisis esencialmente retrospectivo, puesto que los objetivos que persiguen son determinados, en gran medida, por lo que sucede en el presente y lo que sucedió en el pasado. Por el contrario, en la estrategia prospectiva primero se establece el futuro deseado tan abiertamente como sea posible, esto es, libre de las restricciones de la experiencia y las circunstancias actuales, evaluando diferentes escenarios exploratorios. Luego, con esta imagen de los posibles futuros deseables, se procede a la selección del futuro más satisfactorio a partir de las posibilidades actuales y las lecciones del pasado²⁶, construyendo el escenario apuesta y su respectiva ruta estratégica, la que incluye las acciones estratégicas y los resultados para obtener el objetivo deseado. A partir de ello, la prospectiva tiene una relación importante con la planificación estratégica, en el sentido que todo acto de planificación, y sus acciones estratégicas, comprenden el futuro que se desea. Así, la prospectiva no es una proyección, sino más bien la construcción de la tendencia de cada uno de los escenarios futuros posibles y la elección de un escenario al que se apuesta y en función al cual se construye un plan para alcanzarlo.

En este ejercicio, luego de la evaluación del sistema de variables involucradas, se definen 4 escenarios que toman como horizonte temporal el futuro al año 2030: i) un escenario óptimo, que sirve como patrón referencial de calidad y como base fija para comparaciones y analogías; ii) un escenario base, que es el escenario tendencial de cada variable estratégica, donde no se toma ninguna acción adicional diferente a lo que se ha venido realizando en los últimos años, iii) un escenario exploratorio A, donde el Perú llega a formar parte de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE); iv) un escenario exploratorio B, donde se enfrentan los efectos de una caída de los precios de los minerales en un 50%; y v) un escenario exploratorio C, en donde la tasa de referencia en los EEUU sube al 5%. Además, en cada escenario se presentan sus respectivos riesgos y oportunidades con el fin de identificar las acciones estratégicas, tanto para aprovechar las oportunidades que permitan alcanzar más rápidamente los objetivos perseguidos como para mitigar los riesgos que pudieran llevar a futuros no deseados. Cabe resaltar que todos los escenarios del presente análisis prospectivo implican la presencia de ciclos económicos ineludibles, por lo que siempre está abierta la posibilidad de tomar medidas contingentes que permitan prevenir, mitigar y superar el impacto desfavorable de la ocurrencia de choques adversos temporales sobre la economía nacional.

6.1 Antecedentes

El presente análisis toma como base el análisis prospectivo efectuado entre las distintas entidades del Sector Economía y Finanzas, en atención a lo establecido en la Directiva N° 001-2014-CEPLAN,

²⁶ MIDEPLAN Chile (2005). Prospectiva y Construcción de Escenarios para el desarrollo territorial.

“Directiva General del Proceso de Planeamiento Estratégico – Sistema Nacional de Planeamiento Estratégico” aprobada mediante Resolución N° 26-2014-CEPLAN/PCD, norma que estableció como primera fase del proceso de planeamiento estratégico, a la Fase Prospectiva²⁷.

Una referencia muy significativa en el enfoque de la investigación de escenarios futuros entre los países más desarrollados es el Programa Internacional de Futuros de la OCDE que desde el año 1990 tiene los siguientes objetivos: (i) Mejorar la capacidad de diálogo entre los países miembros, (ii) Compartir información calificada, (iii) Generar apoyo para el establecimiento de agendas de políticas públicas mediante la elaboración de mapas estratégicos, (iv) Vigilar problemas a largo plazo, identificar las fuerzas clave y tendencias del entorno, y (v) Dar alertas tempranas y contribuir a la apreciación analítica sobre asuntos emergentes.

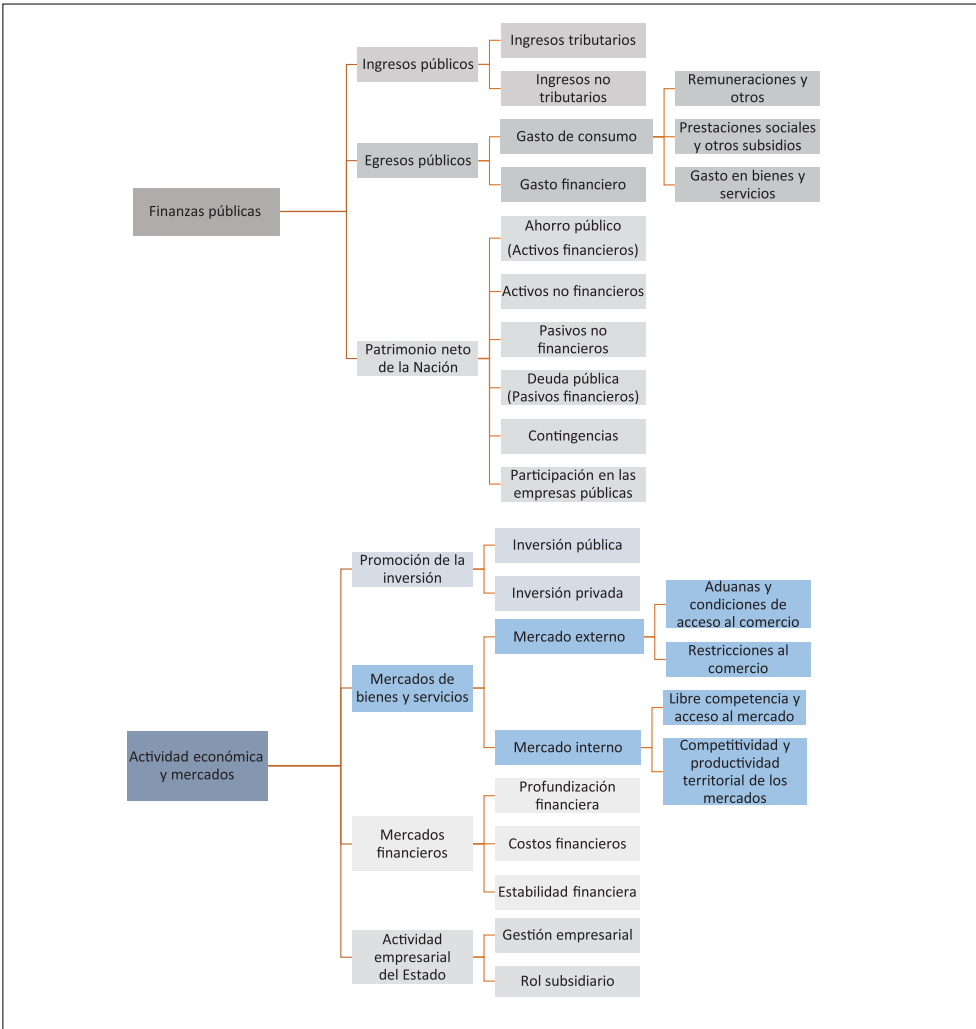
En tal sentido, la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos amplía más su visión de largo plazo con la formalización de un marco prospectivo para las variables que se identifiquen relevantes de acuerdo al impacto que éstas tengan sobre los lineamientos de política financiera que fueron aprobados en función de las competencias dentro del Sector Economía y Finanzas.

6.2 Modelo conceptual, variables involucradas y tendencias priorizadas

El modelo conceptual abarca el conjunto de temas, materias o ámbitos que son de competencia del Sector Economía y Finanzas, permitiendo comprender y delimitar el sistema bajo estudio y su vinculación con su entorno a futuro.

²⁷ Se usó el método MEYEP de prospectiva estratégica como base metodológica. Balbi, Eduardo. (2014)

Gráfico N° 49
ÁRBOL DE PERTIENCIAS DEL MODELO CONCEPTUAL INVOLUCRADO



Fuente: MEF

Para ello, se identificaron las tendencias a nivel mundial relevantes al sistema en estudio, por tener su impacto una gran repercusión, directa o indirecta, sobre el estado actual del desarrollo y competitividad de los temas indicados y entre las que principalmente se encuentran: i) la expansión económica de China, ii) la volatilidad del precio de las materias primas, iii) la globalización y creciente movilidad de capitales, iv) la mayor influencia de los cambios en las políticas monetarias de los países emisores de divisas, v) la consolidación de bloques económicos y comerciales, vi) el incremento de riesgos por desastres naturales²⁸, y vii) la creciente importancia de la inversión en innovación, ciencia y tecnología.

²⁸ En setiembre de 2015, la calificadora de riesgo Standard & Poor's realizó un estudio sobre el impacto potencial del riesgo de desastres en las notas de los países propensos a estos eventos, entre los que se halla el Perú. En el estudio se determinó que un terremoto de gran intensidad podría ocasionar por lo menos la disminución de una nota crediticia, entre otros, en los países del anillo del Pacífico entre los que se encuentra el Perú.

Cuadro N° 24
VARIABLES IDENTIFICADAS ENDÓGENAS

N°	Variables	Definición
1	Producto bruto interno	Valor total medido de la producción de bienes y servicios finales generada dentro de un país durante un periodo determinado.
2	Institucionalidad	Atributo esencial dentro de un estado de derecho, que busca que sean más eficientes las normas administrativas y las leyes que se aplican en las interacciones entre las personas, las empresas y los gobiernos y que presenten menos distorsiones para generar riqueza.
3	Desarrollo de los mercados financieros	Importancia relativa de los mercados financieros respecto del que tienen en los países más desarrollados en un entorno multidimensional: mercado de bonos, operaciones de reportes, derivados, depósitos y créditos, aseguramiento, cobertura previsional, así como inversión y financiamiento a través del mercado de valores.
4	Dolarización financiera	Es el reemplazo parcial por parte de los agentes económicos de la moneda local por el dólar en sus funciones dinerarias básicas dentro del sistema financiero nacional: i) reserva de valor, ii) medio de pago y iii) unidad de cuenta.
5	Estabilidad financiera	Situación en la que los mercados financieros y las autoridades fiscales, monetarias, reguladoras y supervisoras facilitan la asignación eficiente del capital y aseguran el buen funcionamiento de la cadena de pagos, evalúan y gestionan mejor los riesgos tanto individuales como sistémicos, resisten a las perturbaciones y disipan los desequilibrios financieros que surgen como consecuencia de hechos o fenómenos adversos no anticipados.
6	Deuda pública	Pasivos financieros reconocidos por el gobierno frente al resto de la economía y el mundo pendientes de pago.
7	Activos no financieros	Activos que proporcionan beneficios, ya sea por su uso en la producción de bienes o servicios o porque pueden proporcionar rentas de propiedad y son distintos de los activos financieros. Los activos no financieros pueden crearse como resultado de procesos de producción, tener un origen natural o ser creación de la sociedad. En el caso de los activos producidos, éstos pueden ser propiedades, plantas y equipos, existencias u objetos de valor.
8	Ahorro público	Fondo, caudal y demás activos financieros pendientes de cobro o realización que se guardó como previsión del gobierno para necesidades futuras.
9	Gasto financiero	Gastos directamente derivados de la gestión financiera, como los derivados de la compra y venta de valores, los pagos de intereses de créditos recibidos, los pagos de cupones por los valores emitidos, los pagos de comisiones, etc.
10	Gasto de consumo	Gastos que corresponden a egresos de naturaleza periódica destinados a la adquisición y contratación de bienes y servicios que no constituyen activos, incluidas las transferencias de recursos sin contraprestación a otras entidades.
11	Ingreso público	Ingresos públicos que provienen de a) los impuestos, que es el pago que hacen los contribuyentes por mandato de la ley en las condiciones que ésta determina, sin que medie una contraprestación directa y b) los ingresos no tributarios, que provienen del cobro de tasas, contribuciones, multas, rentas y la venta de bienes y servicios.

A partir de los temas más importantes del árbol de pertinencias (variables endógenas) y de las tendencias del entorno que más interacción tenían con dichos temas (variables exógenas), se identificaron y definieron las variables que resultaban ser las más importantes para el diagnóstico de la situación actual y la comprensión de su evolución histórica y entorno.

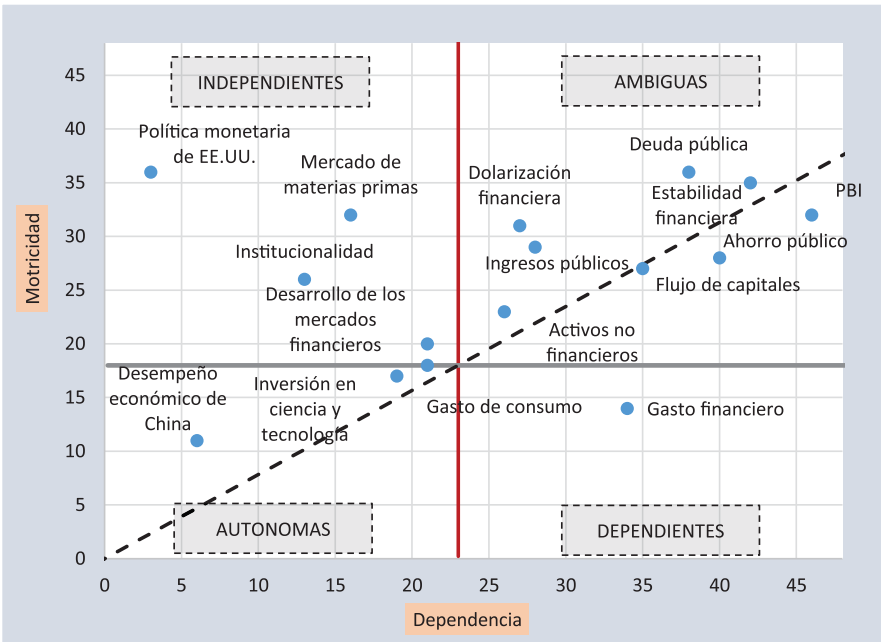
Cuadro N° 25
VARIABLES IDENTIFICADAS EXÓGENAS

N°	Variables	Definición
1	Desempeño económico de China	Resultados obtenidos por la economía de la República Popular China y que pueden ser medidos a través de los principales indicadores macroeconómicos.
2	Inversión en ciencia y tecnología	Creciente importancia de la inversión en innovación, ciencia y tecnología en el incremento de la productividad laboral.
3	Mercado de materias primas	Mercados internacionales en los que se negocian productos no manufacturados y genéricos con bajo o ningún nivel de diferenciación.
4	Flujo de capitales	Variación de la cantidad de dinero invertido en un país por individuos o empresas extranjeras, donde un balance acumulado positivo implica que la cantidad de inversiones realizadas en un país por extranjeros supera la cantidad de inversiones realizadas por nacionales en otros países y viceversa.
5	Postura de política monetaria en los EEUU	Nivel de mayor o menor expansión o contracción de la oferta de dinero en dólares respecto de la demanda por dinero en los EEUU.

6.3 Identificación de variables estratégicas y selección de indicadores clave

La determinación de las variables relevantes en relación a la gestión de activos y pasivos financieros implica la capacidad de poder actuar sobre ellas, es decir, se reconoce el carácter endógeno de estas variables y, a partir de ello, es necesario completar la vinculación entre estos procesos y lo que podría ocurrir a su alrededor (en el entorno) a futuro, a fin de seleccionar las variables estratégicas para construir los escenarios exploratorios. Para ello, se determina la influencia mutua entre las principales variables endógenas y exógenas identificadas en este sistema (ver Gráfico N° 50).

Gráfico N° 50
ANÁLISIS DE MOTRICIDAD Y DEPENDENCIA DE VARIABLES



Elaboración: Propia

Luego, se seleccionan las variables de acuerdo al impacto de éstas sobre los lineamientos de política financiera aprobados tomando en cuenta: i) ponderación obtenida de cada variable, ii) grado de motricidad o dependencia²⁹, y iii) la relevancia de la variable para mejorar la calificación de riesgo soberano. En base a ello, se seleccionaron las variables estratégicas y, además, se identifican los indicadores más relevantes para cada variable estratégica, las cuales se encuentran detalladas en el Cuadro N° 26 con su respectiva evolución histórica más reciente.

²⁹ Por grado de motricidad se entiende a la influencia que una variable pueda desencadenar sobre otras variables, mientras que por grado de dependencia se entiende a la influencia que una variable puede recibir del desempeño de otras variables.

Cuadro N° 26
EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LOS INDICADORES ESTRATÉGICOS

Variable Estratégica	Indicador	Año 2005	Año 2006	Año 2007	Año 2008	Año 2009	Año 2010	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014
Producto bruto interno	PBI per cápita PPA ³⁰	6 800	7 422	8 099	8 875	8 899	9 620	10 292	10 931	11 556	11 817
Institucionalidad ³¹	Nivel de institucionalidad	n.d.	3,25	3,30	3,45	3,52	3,52	3,54	3,44	3,36	3,26
Deuda pública	Deuda GC / Ingresos GC (%)	222,0	161,5	135,6	120,8	136,8	116,4	98,0	88,2	85,4	89,7
	Deuda externa GC / Deuda total GC (%)	83,8	81,9	72,8	72,5	70,5	63,3	61,7	57,9	54,4	50,1
	Pago de intereses / Ingresos GC (%)	10,3	9,1	8,4	7,3	6,7	5,7	5,3	4,8	4,9	4,9
Ingreso público	Ingresos tributarios GC / PBI (%)	14,4	15,9	16,4	16,4	14,4	15,4	16,1	16,5	16,3	16,5
	Ingresos no tributarios GC / PBI (%)	2,2	2,5	2,6	2,7	2,3	2,4	2,7	2,6	2,5	2,4
Ahorro público	Activos financieros / Gastos del GC (%)	17,3	24,3	29,2	38,3	38,5	41,2	47,1	57,3	57,4	57,6
Flujo de capitales	Balanza en cuenta corriente / PBI (%)	+1,5	+3,3	+1,5	-4,3	-0,5	-2,4	-1,9	-2,7	-4,4	-4,0
Mercado de materias primas	Índice de precios de materias primas ³²	106,0	120,9	156,8	98,3	140,9	174,9	184,0	182,5	184,3	130,8
Desarrollo de mercados financieros	Saldo bonos privados y públicos en moneda local / PBI (%)	5,9	6,0	9,2	8,8	9,4	9,9	9,2	9,4	9,5	10,6
	Diferencial entre tasas activas y pasivas (%)	21	20	19	19	18	17	16	17	14	13
Estabilidad financiera	Desviación estándar de rendimiento a 10 años del Tesoro (pb)	72	58	26	99	68	23	43	54	71	39
Dolarización financiera	Depósitos bancarios en dólares / Depósitos bancarios totales (%)	67,2	62,7	59,3	58,0	55,8	47,8	47,3	41,6	47,4	47,0
Política monetaria de EEUU	Tasa de referencia de la Reserva Federal (%)	4,25	5,25	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

Fuente: BCRP, SBS, MEF-DGETP, entre otros.

6.4 Construcción de escenarios

El análisis prospectivo requiere la construcción de escenarios futuros que permitan analizar retrospectivamente desde cada uno de ellos el cambio en el comportamiento de las variables estratégicas a fin de tomar, desde el presente, las decisiones y acciones oportunas que permitan efectivamente construir el futuro más deseado.

Luego de la evaluación y selección de las variables estratégicas, en función de su mayor relevancia y pertinencia, se definieron 5 escenarios con horizonte al año 2030³³, un escenario óptimo, un escenario tendencial y tres escenarios exploratorios a partir de la identificación de tres eventos de futuro, es decir, hechos disruptores que a su vez pueden generar nuevas alternativas de futuro y que

³⁰ Paridad de poder adquisitivo.

³¹ El indicador es calculado anualmente por el Foro Económico Mundial (WEF en inglés). Para ello toma en cuenta una serie de características cualitativas institucionales por países, tales como independencia de poder judicial, corrupción, infraestructura, etc. Cabe precisar que las agencias calificadoras de riesgo toman en cuenta el desempeño de la fortaleza institucional dentro de la evaluación de las calificaciones soberanas.

³² IMF Primary Commodity Prices (2005=100).

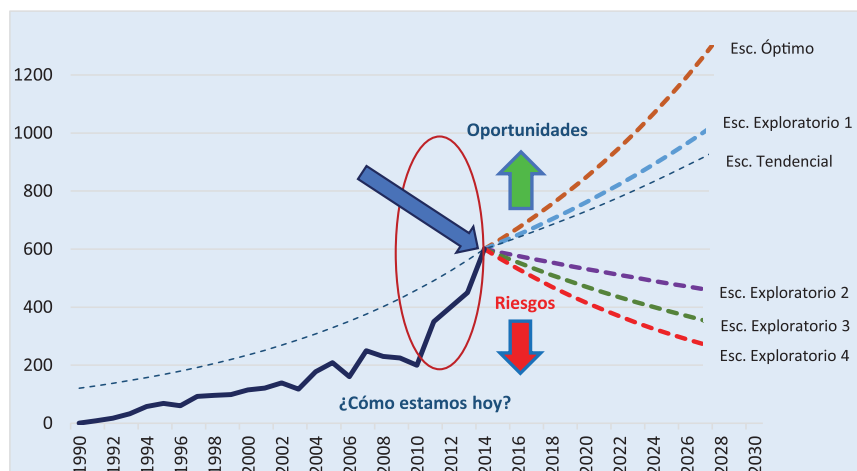
³³ La construcción de los escenarios exploratorios toma como horizonte temporal un periodo futuro de 15 años.

pueden generar un gran impacto sobre el Sector Economía y Finanzas en general, y sobre el manejo de la gestión de activos y pasivos en particular, con un horizonte al año 2030:

- i. Escenario óptimo, que sirve como patrón referencial de calidad, y como base fija para comparaciones y analogías;
- ii. Escenario base, donde se hace un análisis tendencial para cada variable estratégica, donde se asume que se continúa haciendo lo mismo que en los últimos años, sin algún cambio importante adicional;
- iii. Escenario exploratorio A, donde Perú llega a formar parte de la OCDE.
- iv. Escenario exploratorio B, donde se enfrenta una caída de los precios de la materias primas en 50%; y
- v. Escenario exploratorio C, donde la tasa de referencia de política monetaria en los EEUU sube al 5%.

A continuación, en cada escenario diferente del óptimo, se hace un análisis de riesgos y oportunidades identificando el peor y el mejor escenario para cada variable de aquí al año 2030. Así, un riesgo es un evento desfavorable que no ha ocurrido aún, pero que de ocurrir puede afectar negativamente el cumplimiento de los objetivos estratégicos aprobados, siempre que no se tomen decisiones para disminuir o anular su efecto, que son precisamente parte de las acciones a implementar que se formulan en la fase estratégica. Análogamente, una oportunidad es un evento favorable que puede contribuir al cumplimiento de los objetivos estratégicos aprobados, siempre que se tomen las decisiones para su aprovechamiento, que son la otra parte de las acciones estratégicas a implementar.

Gráfico N° 51
IDENTIFICACIÓN DE RIESGOS Y OPORTUNIDADES



Fuente: CEPLAN

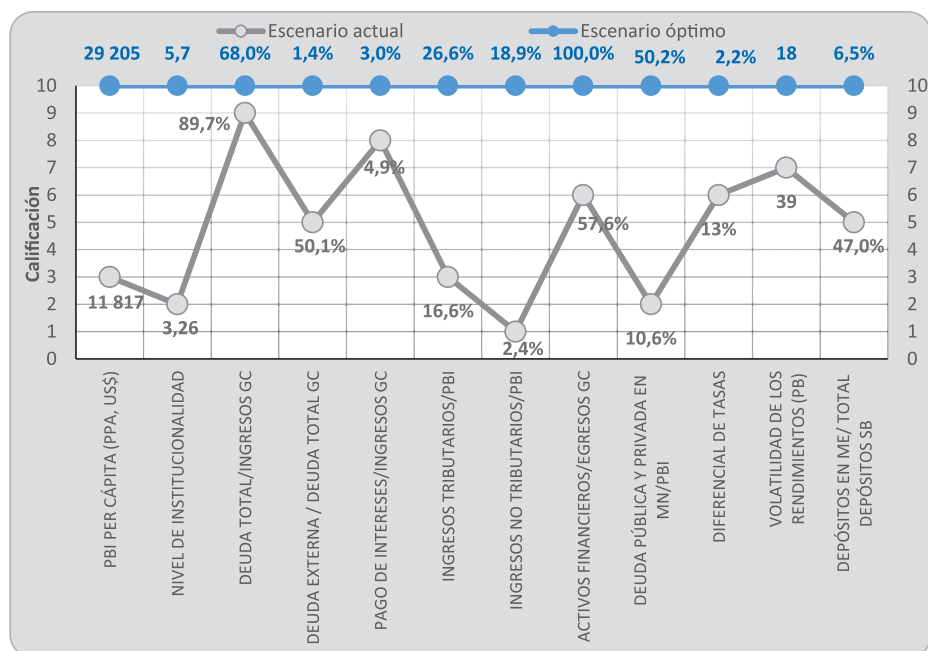
6.5 Escenario óptimo

Este escenario permite delimitar una meta ideal para cada indicador representativo de las variables estratégicas seleccionadas, además sirve como punto de comparación y análisis. Para establecer el indicador óptimo se ha tomado como referencia, en general, los resultados logrados por países que pertenecen a la OCDE, y que además tienen una calificación de riesgo soberano promedio muy superior a la que tiene el Perú.

En este futuro, el mejor posible para cada variable estratégica frente al cual puede compararse cualquier situación pasada, presente o futura, entre otros, se aplican las mejores prácticas internacionales que, entre otros, contribuyan a mejorar la calificación soberana, con un menor costo financiero para el financiamiento de nuevos proyectos que ayuden a mejorar la calidad de vida de las personas, y obtenga una mejor visión para la gestión de sus activos financieros, con mayor rentabilidad de modo sostenible.

Seguido, se identifican las brechas que alejan al escenario actual del escenario óptimo. En este sentido, para efectos comparativos de los diferentes indicadores de cada variable, se establece que el escenario óptimo tendrá una calificación cualitativa de 10 para todas las variables y a partir de ello se realizará la comparación de los demás escenarios.

Gráfico N° 52
EVALUACIÓN ESCENARIO ÓPTIMO VERSUS ESCENARIO ACTUAL

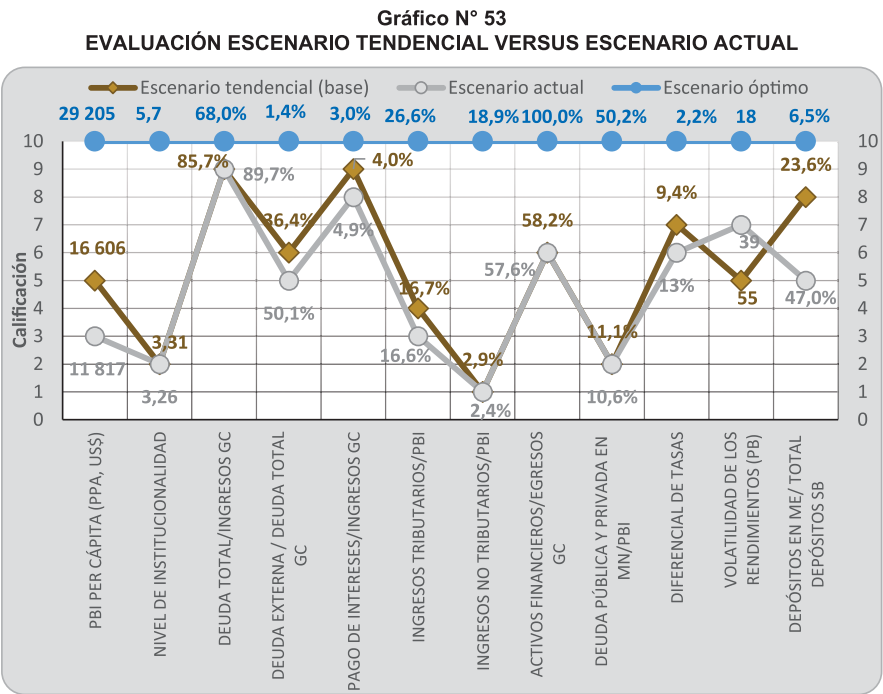


Elaboración: Propia

En el Gráfico N° 52 se aprecia que en la situación actual todos los indicadores están por debajo de los niveles óptimos, observándose que existen algunos indicadores críticos que se encuentran bastante rezagados.

6.6 Escenario base: Análisis tendencial

En este escenario se considera un análisis tendencial que toma en cuenta cómo se comportan todas las variables estratégicas hacia el año 2030. El escenario tendencial no contempla la posibilidad de tomar acciones adicionales sustancialmente diferentes a las ya vigentes, ni a favor ni en contra, es decir, implica asumir la continuidad del patrón histórico . La elección de este horizonte de análisis va en línea con la práctica internacional y el estudio que se realizó sobre todo el sector economía y finanzas en base a los lineamientos establecidos por CEPLAN.



Elaboración: Propia

³⁴ Este escenario toma en cuenta las tendencias de algunas variables exógenas que favorecieron a la economía local en los últimos años, como la subida del precio de las materias primas y una estructura de tasas de interés estadounidense cercana a cero, variables que de acuerdo al consenso, seguirán un proceso contrario en los próximos años.

³⁵ Para la estimación tendencial de cada variable se ha tomado en cuenta las proyecciones que mejor se ajustaron a la muestra de cada indicador. Los modelos de proyección incluyeron los métodos no estacionales como: promedio móvil simple, suavizado exponencial simple, promedio móvil simple y el suavizado exponencial doble y los métodos de promedio móvil autorregresivo integrado (ARIMA) con la herramienta predictor del Crystal Ball. Los criterios tomados para elegir la mejor previsión fueron: menor error cuadrático medio y mejor ajuste de la muestra con el método elegido tomando la medida U de Theil.

Así, bajo este escenario, el PBI per cápita en el año 2030 muestra un cambio importante respecto al escenario actual, pese al menor crecimiento observado en el año 2014, así como lo que se espera para el año 2015. Como no se hacen cambios estructurales, los ingresos públicos, tributarios y no tributarios, muestran un desempeño similar al del escenario actual. En el Gráfico N° 53 se observan importantes brechas de mejora posible entre los indicadores del escenario tendencial y los del escenario óptimo. Resalta que al cierre de 2014 los indicadores de Deuda Total / Ingresos del GC y Pago de intereses / Ingresos del GC son los que muestran menores brechas frente al nivel óptimo, contrapesando a los de menor desempeño relativo.

Cuadro N° 27
RIESGOS Y OPORTUNIDADES EN EL ESCENARIO BASE: ANÁLISIS TENDENCIAL

Riesgos	Oportunidades
Producto bruto interno	
<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Se reversion las condiciones externas favorables que prevalecieron en el mercado de materias primas en la última década.<input type="checkbox"/> Los planes de diversificación productiva no llegan a cambiar el modelo de desarrollo del país.<input type="checkbox"/> No se implementan planes para mejorar la competitividad del país.	<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Se crean más mecanismos para alentar un clima favorable al crecimiento sostenido de la inversión privada.<input type="checkbox"/> Fortalecimiento del cumplimiento de las políticas públicas de los últimos años asegura su credibilidad y mejora su reputación.<input type="checkbox"/> Se mejoran los sistemas de control interno para el cumplimiento de los planes estratégicos, tácticos y operativos del Estado.
Institucionalidad	
<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> La poca mejora de la institucionalidad afecta credibilidad e impide obtener una mejor calificación de riesgo soberano.<input type="checkbox"/> Aumenta la volatilidad de la inflación, lo que reduce la credibilidad y efectividad de las políticas macroeconómicas.<input type="checkbox"/> Aumenta el nivel de corrupción por falta de mejoras en los sistemas de control interno.	<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Se establecen planes de cierre de las brechas respecto a los países con mejores prácticas.<input type="checkbox"/> Se sientan las bases institucionales para una mayor y mejor comunicación entre todos los niveles de gobierno.<input type="checkbox"/> Introducción de cambios regulatorios para reducir o mitigar mejor las fallas de mercado.
Deuda pública	
<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Mayor déficit hace que deuda crezca a mayor ritmo que los ingresos, reduciendo la capacidad de pago de la República.<input type="checkbox"/> Menor prioridad el desarrollo del mercado de deuda en soles incrementa vulnerabilidad financiera del mercado de capitales doméstico y su proceso de desdolarización.<input type="checkbox"/> Incremento del costo de financiamiento por disminución en la calificación soberana ante menor capacidad de pago.<input type="checkbox"/> Cambio de políticas desatiende necesidades de inversión por hábitat preferido en curva soberana de inversionistas locales.	<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Impulso al desarrollo del mercado doméstico de deuda pública en soles con operaciones de reporte sobre títulos del Tesoro.<input type="checkbox"/> Bajas primas de emisión por subastas más frecuentes de valores de deuda pública en soles para mejorar la estructura de la deuda.<input type="checkbox"/> Cumplimiento del calendario de subastas permite mayor credibilidad a la formación de precios de bonos no líquidos.<input type="checkbox"/> Mayor difusión de los instrumentos de deuda pública en soles permite un crecimiento de la base de inversionistas locales.
Ingreso público	
<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Falta de reformas dificulta una mayor recaudación por reducción de evasión y de elusión tributaria para reducir las brechas y obtener mejoras en la calificación soberana.<input type="checkbox"/> Menores ingresos no permiten un mayor gasto en rubros significativos para la ciudadanía como más obras públicas.	<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Cambio significativo de las políticas para incrementar los ingresos públicos no tributarios en los tres niveles de gobierno.<input type="checkbox"/> Mejoras para ampliar la base tributaria y reducir la informalidad.<input type="checkbox"/> Se hacen cruces de información bancaria y de valores para reducir la elusión y la evasión tributaria.
Ahorro público	
<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> No se toman medidas para continuar generando ahorros ante cambios en el contexto favorable de los últimos 10 años.<input type="checkbox"/> Gasto del ahorro público acumulado con visión de corto plazo debilita la capacidad de pago de la deuda neta.	<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Se ponen en marcha políticas de mejora en la gestión de caja dando énfasis en las condiciones de corto plazo.<input type="checkbox"/> Se institucionaliza el manejo de reservas de liquidez, en función a la evolución actual y esperada de la estructura de balance.

Desarrollo de los mercados financieros	
<ul style="list-style-type: none">❑ Tendencia del tamaño del mercado de bonos en soles no cambia, limitando el desarrollo del mercado de capitales.❑ Mayor concentración bancaria genera poder de mercado que revierte tendencia a la baja del diferencial de tasas de interés.❑ Baja oferta de bonos en moneda nacional obliga a incrementar la dolarización de las pensiones por renta vitalicia.	<ul style="list-style-type: none">❑ Mercado pequeño facilita la implementación de procesos automáticos más acordes a los que usan en economías avanzadas.❑ Papel más activo de las entidades financieras del Estado en el mercado de capitales bajo estándares de la OCDE.❑ Mayor desarrollo del mercado de bonos genera competencia y ayuda a reducir el diferencial de tasas de interés bancarias.
Estabilidad financiera	
<ul style="list-style-type: none">❑ Alta participación de no residentes en el mercado de valores local puede generar mayor volatilidad financiera ante cambios adversos en las tasas de interés internacionales.❑ Se incrementan más los límites de inversión en el exterior a los fondos de pensiones, pese a salida de no residentes.	<ul style="list-style-type: none">❑ Participación directa del Tesoro en el mercado de valores de deuda pública ayuda a moderar escenarios de volatilidad.❑ Democratización del acceso al mercado de deuda pública a todas las entidades y segmentos como un activo libre de riesgo.
Dolarización financiera	
<ul style="list-style-type: none">❑ Expectativas de una mayor depreciación del sol generan incertidumbre y evitan una mayor desdolarización.❑ Subidas del tipo de cambio generan aumento de la morosidad que pone en riesgo la solvencia del sector bancario.❑ Mayor vulnerabilidad externa que una economía no dolarizada.	<ul style="list-style-type: none">❑ Mejorar regulación para generar mayores incentivos para el uso del sol frente al dólar, como el uso de un ITF asimétrico.❑ Mayor oferta de bonos en soles lleva a satisfacer la mayor demanda por activos invertibles generados por el crecimiento.❑ Aceleración de la sustitución del crédito en dólares por soles.

Por otro lado, en este escenario se deben analizar los eventuales cambios de comportamiento, en términos de riesgos y oportunidades, que podrían darse para los diferentes campos que afectan a cada variable estratégica y la forma como podrían haber afectado, para peor o para mejor, para que se llegue a dicha situación en 2030, los mismos que se resumen en el Cuadro N° 27.

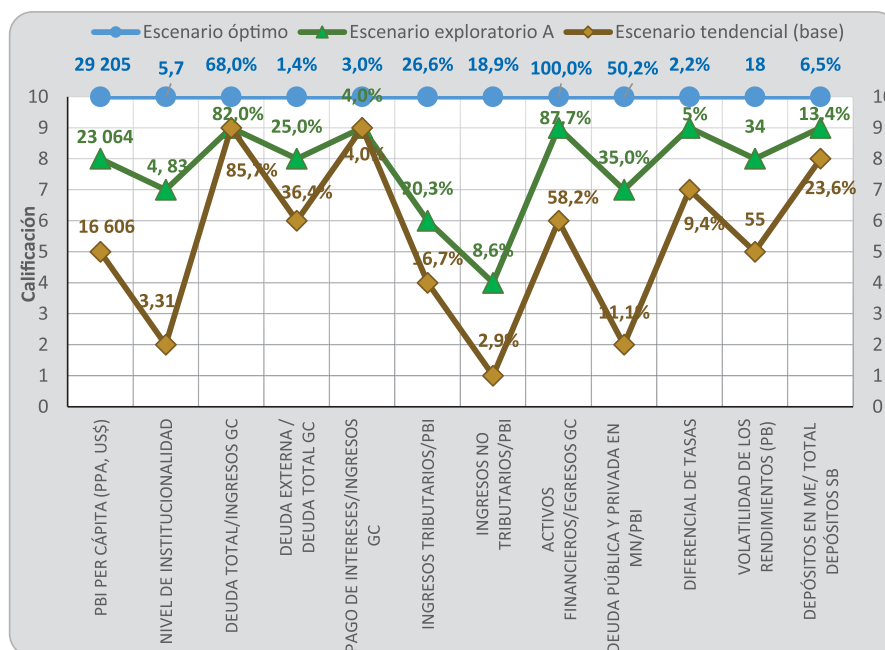
6.7 Escenario exploratorio A: Perú forma parte de la OCDE

En este escenario futuro el Perú ha incorporado cambios estructurales que coadyuvaron a disminuir las brechas con los países miembros de la OCDE. Para ello se impulsaron grandes reformas estructurales que vieron resultados en el corto, medio y largo plazo³⁶.

De esta manera, la capacidad de generar ingresos públicos es mayor, lo que se traduce en una mayor capacidad de pago reflejada en un indicador de deuda respecto de los ingresos del Gobierno Central del 82% (Chile registró un indicador de 71% para el año 2014). Los mercados financieros muestran una dinámica positiva traducida en un mercado más grande y con menor costo financiero.

³⁶ CEPLAN, 2014. "Perú 2021: País OCDE". Los pilares que sustentan esta mejora son: i) una mayor diversificación de las exportaciones por lo cual los efectos de una reducción de precios de materias primas se disipan, ii) las mejores políticas de recaudación tributarias que permiten un incremento de los ingresos públicos, y iii) la inversión privada y pública permiten un mayor desarrollo de infraestructura para el país.

Gráfico N° 54
EVALUACIÓN DE ESCENARIO TENDENCIAL VERSUS ESCENARIO EXPLORATORIO A



Elaboración: Propia

Por otro lado, los indicadores de deuda muestran un desempeño cercano a los niveles óptimos, así, el mercado de deuda de bonos soberanos crece significativamente, con la ejecución periódica de operaciones de administración de deuda en el mercado doméstico para mejorar el perfil de la deuda soberana interna en moneda local. La mejor lectura de precios se traslada a los precios de los instrumentos privados por lo que existe mayor información sobre cualquier instrumento de deuda.

Por el lado del ahorro público, se muestra un resultado favorable respecto al escenario base, en medio de una mayor acumulación de activos financieros producto de la mayor recaudación y mejores resultados fiscales, así como por una administración de caja más activa en beneficio de la República. Este efecto es mucho mayor que los egresos que pueda generar el gobierno en este escenario producto de un mayor gasto en consumo e inversión.

Asimismo, los estudios e intercambio de ideas en la OCDE permiten mejoras en áreas tan diversas como la economía, la educación, el comercio, las inversiones, el desarrollo social, el desarrollo territorial, el medioambiente, la administración pública, la agricultura, el empleo y las políticas de ciencia y tecnología, entre otras. Este intercambio permite seguir mejorando los indicadores más relevantes para el mayor bienestar social y en línea con la que tienen países con una calificación soberana de entre A+ y AA-

Así, en este escenario exploratorio la mayoría de las variables estratégicas muestran un mejor desempeño en relación al escenario base. Resaltan mejoras importantes en algunas variables como el grado de institucionalidad que está ligada a cambios estructurales de largo plazo. El presente escenario involucra sus propios riesgos y oportunidades que se resumen en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 28
RIESGOS Y OPORTUNIDADES EN EL ESCENARIO A: PERÚ FORMA PARTE DE LA OCDE

Riesgos	Oportunidades
Producto bruto interno	
<ul style="list-style-type: none">Incumplimiento de estándares sostenibles de producción acordes con los exigidos por la OCDE.Dificultad para alcanzar mayores ganancias de competitividad de la producción de bienes primarios.Inequidad en la distribución de la riqueza con salarios desvinculados de la productividad laboral que afectan el clima social.Fuerte reducción de la fuerza laboral respecto a la población total.	<ul style="list-style-type: none">Menor probabilidad de contagio frente a crisis sistémicas.Mayor comercio internacional y más socios comerciales.Planes de contingencia institucionalizados para diversos escenarios de crisis.Mayor competitividad de producción de bienes finales.Desconcentración de la producción a lo largo y ancho del país, con un crecimiento más ordenado de la economía.
Institucionalidad	
<ul style="list-style-type: none">Dificultad en la implementación de regulaciones más avanzadas.Inestabilidad social y política de sectores reacios a las reformas.Surgimiento de partidos políticos de oposición que dificulten la aprobación de medidas de mejora exigidas por la OCDE.Mayor nivel de ahorros públicos genera incentivos perversos para actos de corrupción sofisticados.Educación superior no se adecua a las progresivas nuevas necesidades del país.	<ul style="list-style-type: none">Homologación con estándares internacionales más avanzados e implementación de nuevos estándares contra la corrupción.Eliminación de asimetrías regulatorias que impiden generar una mayor competencia.Institucionalización de la gestión de activos y pasivos financieros y no financieros en los 3 niveles de Gobierno.Segregación del Sector Economía y del Sector Finanzas para lograr un mayor nivel de especialización y sofisticación.Programas de capacitación periódicos para homologar el mayor conocimiento generado entre países de la OCDE.
Deuda pública	
<ul style="list-style-type: none">Mayor capacidad para aplicar política fiscal expansiva incrementa más rápidamente el endeudamiento si no se suben ingresos.Mayor deuda externa para satisfacer mayor demanda de extranjeros por tener una mejor calificación soberana.Mercado de valores en soles es utilizado por extranjeros para cubrirse de mercados emergentes menos líquidos.Embelesamiento por menor costo de títulos de corto plazo por parte de no residentes aumenta el riesgo de refinanciamiento.	<ul style="list-style-type: none">Desarrollo del mercado de derivados de los títulos de deuda del Tesoro para inversionistas locales y extranjeros.Integración de los mercados de valores de deuda pública en moneda local entre países de la Alianza del Pacífico.Captación de fondos a menor costo por menor riesgo soberano.Menor costo de financiamiento dinamiza la inclusión financiera de las familias de menos recursos y pequeños emprendedores.Entidades microfinancieras facilitan la descentralización del ahorro y el crédito en todo el territorio nacional.
Ingreso público	
<ul style="list-style-type: none">Ampliación de la base tributaria plantea desafíos más sofisticados para la supervisión tributaria.Escasez de personal calificado para la implementación de nuevas reformas y modernización de los sistemas tributarios.Persistencia de altos niveles de informalidad por tratarse de un aspecto cultural resistente al cambio.	<ul style="list-style-type: none">Fortalecimiento de las reservas de liquidez con los recursos excedentes provenientes de los sectores más dinámicos.Mayor innovación y eficacia en materia de recaudación de ingresos tributarios y no tributarios.Empoderamiento del Tesoro como líder del proceso de ingresos, egresos y manejo de activos y pasivos.
Ahorro público	
<ul style="list-style-type: none">Acumulación de activos financieros genera descontento en sectores de más altas rentas más gravados por reformas tributarias.Incremento inesperado de los ahorros genera una ineficiente gestión de fondos por menores niveles de rentabilidad.Acumulación de activos financieros genera descontento en sectores sociales menos atendidos por el Gobierno.Incapacidad de satisfacer demanda del mercado local por bonos del Tesoro ante menor necesidad de financiamiento.	<ul style="list-style-type: none">Mejor distribución intertemporal de los recursos públicos y mayor eficiencia en el gasto público.Creación de fondos alternativos a los destinados a contingencias de liquidez que garanticen una mayor estabilidad a las finanzas públicas (fondos soberanos).Mayor innovación en los mecanismos de transparencia de información y control de ingresos y egresos públicos.Constitución de índices soberanos de referencia para renta fija.Adaptación de la reserva secundaria de liquidez a cambios en las regulaciones y nuevos escenarios de estrés.

Desarrollo de los mercados financieros	
<ul style="list-style-type: none">❑ Incremento abrupto en el nivel de endeudamiento privado con extranjeros genera incertidumbre respecto a la sostenibilidad de la deuda.❑ Menor diferencial de tasas de interés afecta el margen de ganancia de entidades más pequeñas que salen del mercado.❑ Mayor endeudamiento generado por la mayor oferta de fondos genera burbuja crediticia.❑ Mercado de valores de deuda pública reduce su importancia.	<ul style="list-style-type: none">❑ Mejora la calificación soberana por una mayor desdolarización de las deudas pública y privada.❑ Mayor capacidad para hacer frente a depreciaciones del tipo de cambio la aprovechan los exportadores.❑ Menores primas de emisión de deuda privada por una mayor profundidad del mercado de valores en soles.❑ Menor riesgo de financiamiento de concesiones por un mayor acceso al mercado de valores local en soles.
Estabilidad financiera	
<ul style="list-style-type: none">❑ Mayor apertura de los mercados financieros incrementa la capacidad de transmisión de volatilidad internacional.❑ Mayor movilidad de capitales externos de corto plazo afectan la política monetaria.❑ Apertura de los mercados y menores requerimientos a los inversionistas extranjeros facilita abrupta salida de sus capitales.❑ Grupo de inversionistas buscan mercados con más volatilidad para generar mayores ganancias en el corto plazo.	<ul style="list-style-type: none">❑ Incremento de fondos de inversión en el país facilitan el financiamiento de proyectos de infraestructura.❑ Fortalecimiento de algunas entidades financieras locales a través de fusiones o absorciones con bancos extranjeros.❑ Bancos de inversión promueven fondos cotizados (ETF) con papeles de deuda pública local.❑ Mayor margen de maniobra para otorgar primas a los inversionistas locales en las emisiones primarias.
Dolarización financiera	
<ul style="list-style-type: none">❑ Mayor calificación soberana origina una mayor demanda local e internacional de deuda pública en monedas extranjeras.❑ Generación de descabotes ante eventual menor desdolarización de los pasivos bancarios que la desdolarización de los activos bancarios.❑ Continúa teniendo representatividad la curva de deuda en dólares como incentivo de dolarización del mercado de valores local.	<ul style="list-style-type: none">❑ Impulso de educación financiera a través de un portal del Tesoro para educar a ahorristas sobre mercado de valores.❑ Desarrollo del mercado de deuda pública para ofrecer una serie de instrumentos acordes al perfil de cada tipo de inversionista.❑ Fortalecimiento de la moneda local genera confianza en su intercambio en otros países.

6.8 Escenario exploratorio B: Precios de materias primas caen 50%

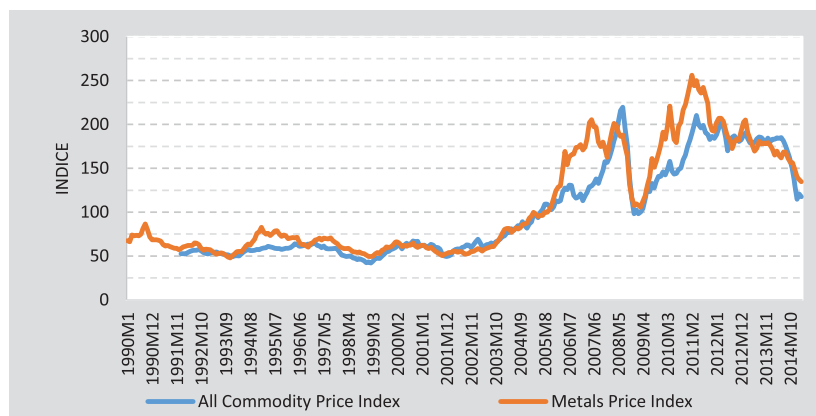
En este escenario se produce un fuerte agravamiento de la tendencia que se viene configurando desde los primeros meses del año 2011 y, de acuerdo a las estimaciones del Fondo Monetario Internacional³⁷, se espera que dicha tendencia continúe en los próximos años. En ese sentido, el impacto de la fuerte caída de los precios de las materias primas en el Perú (primario exportador de minerales) tiene consecuencias significativas para su posición fiscal y su posición externa. Los ingresos por exportaciones de minerales experimentan una caída importante y persistente afectando los ingresos fiscales, lo cual requiere de la adopción de algunas medidas adicionales para reducir el déficit.

Algunos analistas atribuyen como causa de la disminución de los precios de las materias primas al menor crecimiento económico de China y a las expectativas de necesidad de cambio de su modelo. Por ello, en este escenario se concibe un crecimiento chino de 4% anual, tomando en cuenta la menor demanda de sus productos y servicios y el excesivo nivel del crédito (200% del PBI) y el elevado nivel de la inversión (47% del PBI), en un contexto de rendimientos decrecientes en la economía china³⁸.

³⁷ FMI, 2015, "Perspectivas de la economía mundial: Crecimiento dispar; factores a corto y largo plazo"

³⁸ The Conference Board, 2014. "The Long Soft Fall in Chinese Growth".

Gráfico N° 55
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



Elaboración: FMI

Nota: Metal prices index incluye precios de cobre, aluminio, oro, zinc, plata, entre otros (2005=100).

Para este escenario, muy conservadoramente se considera la media de los indicadores estratégicos durante el periodo 2002-2008, ya que en este periodo se observó un indicador promedio del índice de materias primas de 99 (2005=100), mientras que del año 2009 (post crisis) al año 2014 se apreció un índice de precios de materias primas promedio de 166. Ante ello, en este escenario exploratorio se concibe un futuro donde se vuelve de modo permanente a los precios promedio del periodo 2002-2008, con lo cual, se tendría un retroceso de más de 50% del índice de precios de materias primas.

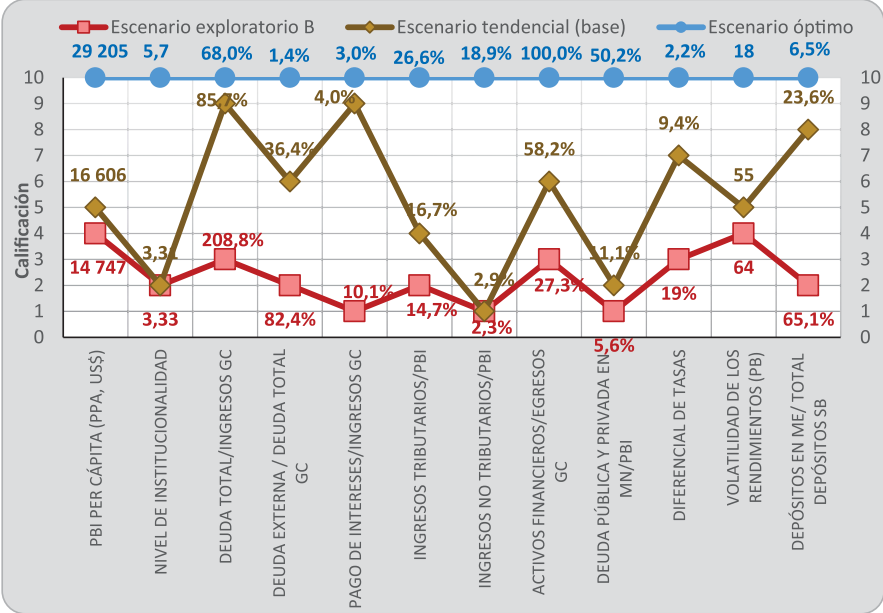
En base a ello, la mayoría de variables estratégicas muestran un desempeño desfavorable. El PBI per cápita real se mantiene estancado por el menor valor de las exportaciones tradicionales y menor inversión privada.

Respecto de las variables estratégicas que miden el comportamiento de los pasivos financieros, se aprecia que el indicador de deuda externa sobre deuda total resulta desfavorable respecto al escenario tendencial ya que, ante la necesidad de financiar el resultado fiscal negativo por los menores ingresos tributarios, el Gobierno emite más deuda externa, con el pago de primas de emisión más altas y mayores costos por depreciación del tipo de cambio, además de las regulares emisiones ordinarias de bonos soberanos. De hecho, un indicador que se agrava sustancialmente es el que representa la deuda respecto a los ingresos del gobierno³⁹.

³⁹ A ello se podrían sumar el total de pasivos financieros derivados de los contratos vigentes dentro del marco legal de las asociaciones público-privadas que ascienden a unos S/. 5 000 millones, aun cuando este concepto de pasivo no se encuentra dentro de los alcances de la Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento.

En tanto la variable ahorro público, que es medida a través de la capacidad de los activos financieros existentes para cubrir parte de los egresos y pasivos contingentes del Gobierno Central, se encuentra por debajo del escenario tendencial, complicándose más en este escenario ya que el Gobierno requerirá de una parte de sus activos financieros para financiar el resultado fiscal negativo.

Gráfico N° 56
EVALUACIÓN DE ESCENARIO TENDENCIAL VERSUS ESCENARIO EXPLORATORIO B



Elaboración: FMI

A continuación se analizan las oportunidades y riesgos a los que haría frente el Perú de encontrarse en el escenario de caída de precios de materias de primas de 50%:

Cuadro N° 29
RIESGOS Y OPORTUNIDADES EN EL ESCENARIO EXPLORATORIO B: PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS CAEN 50%

Riesgos	Oportunidades
Producto bruto interno <ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Aplazamiento en la ejecución de proyectos públicos y privados relacionados a la actividad extractiva.<input type="checkbox"/> Disminución de la inversión reduce el crecimiento potencial.<input type="checkbox"/> Menor capacidad para financiar el déficit en cuenta corriente.<input type="checkbox"/> Deterioro de la capacidad del gasto del gobierno por menores ingresos percibidos.	<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Necesidad de implementar políticas de diversificación productiva y de incentivo de exportaciones no tradicionales para mejorar las cuentas externas.<input type="checkbox"/> Necesidad de mejorar mecanismos para asegurar mayor eficiencia del impacto del gasto público, presupuestario y extra presupuestario.

Institucionalidad	
<ul style="list-style-type: none">Menor presupuesto para la modernización del Estado.Disminución de ingresos fiscales obligan al recorte de programas sociales, incrementándose los conflictos sociales.Legislación más laxa respecto a las externalidades negativas ocasionadas por la actividad extractiva.Crecimiento de la informalidad por menor crecimiento.	<ul style="list-style-type: none">Creación de mecanismos para mejorar la eficiencia y calidad del gasto público y reducir la corrupción.Reducción o desaparición de las actividades de minería informal y reducción de sus externalidades negativas.Desarrollo de políticas para cambiar el modelo de desarrollo basado en actividades extractivas.
Deuda pública	
<ul style="list-style-type: none">Incremento de la deuda pública para cubrir el gasto programado ante menores ingresos públicos.Contracción de la demanda local y extranjera por títulos del Tesoro ante mayor incertidumbre sobre sostenibilidad de la deuda.Mayor costo y riesgo del endeudamiento externo por subidas de los diferenciales de tasas de interés por el mayor riesgo crediticio sumado a los mayores tipos de cambio.Mayores gastos financieros proporcionales en el presupuesto público.	<ul style="list-style-type: none">Desarrollo del mercado doméstico de deuda pública en soles para no empeorar actual vulnerabilidad financiera externa.Mayor costo de deuda interna es menor que el mayor costo de la deuda externa más depreciación del tipo de cambio.Modernizar la infraestructura del mercado doméstico de deuda pública para ampliar la base de inversionistas locales y desdolarizar la deuda pública y privada.
Ingreso público	
<ul style="list-style-type: none">Disminución de la calificación de riesgo soberano por menor capacidad de pago por menores ingresos de exportaciones tradicionales y su efecto sobre los sectores económicos relacionados.Imposibilidad de visionar un mayor gasto en rubros significativos para la ciudadanía como más obras públicas de infraestructura.	<ul style="list-style-type: none">Necesidad de implementar reformas tributarias que diversifiquen la base tributaria y reduzcan la evasión y la elusión.Mayor importancia de las reformas para obtener mayores ingresos públicos en los otros niveles de gobierno.
Ahorro público	
<ul style="list-style-type: none">Caída del ahorro público debilita liquidez del Gobierno.Disminución del ahorro genera un fuerte deterioro de los indicadores de gestión de activos y pasivos financieros.Incremento del costo de oportunidad por mantener los activos financieros para enfrentar situaciones de crisis.	<ul style="list-style-type: none">Puesta en marcha de políticas para mejorar la gestión de caja del Gobierno.Optimización del manejo de las reservas de liquidez, en función a la estructura de balance.Mayor necesidad de modernización de la Tesorería Pública.
Desarrollo de los mercados financieros	
<ul style="list-style-type: none">Disminución de emisión de referencias válidas en las curvas soberanas para los inversionistas y para los emisores privados.Mercado ilíquido genera costos más elevados para privados y las primas de emisiones son mayores.Incremento del costo de financiamiento para las entidades financieras y la economía en general.Sectores dependientes de la exportación de materias primas aumentan morosidad y entidades financieras suben sus tasas.Disminuye liquidez y profundidad de los mercados financieros.	<ul style="list-style-type: none">Creación de nuevos mecanismos para disminuir costos de transacción para inversionistas y atraer su demanda.Mayor necesidad de liquidez favorece al desarrollo del mercado de operaciones de reporte.Posicionamiento de los títulos del Tesoro en la cartera de las familias y pequeñas empresas como activo libre de riesgo.Papel más activo de las entidades financieras del Estado como proveedores de fondos y de banca de desarrollo.
Estabilidad financiera	
<ul style="list-style-type: none">Mayor riesgo soberano genera volatilidad e incertidumbre.Volatilidad en la bolsa valores de Lima por empresas mineras pueden contagiar pesimismo en otros activos.Menores ingresos de divisas generan presiones al alza sobre el tipo de cambio, expectativas depreciatorias y dolarización de los ahorros.Política monetaria expansiva para reactivar la economía podría generar presiones inflacionarias e inestabilidad cambiaria.Racionalización del crédito bancario e incremento de la morosidad.	<ul style="list-style-type: none">Participación contracíclica del Tesoro en el mercado de deuda pública en escenarios de volatilidad.Revisión de la regulación del sistema de banca, seguros y pensiones para evaluar nuevos requerimientos e indicadores que favorezcan una mayor solidez y competencia en el mercado.
Dolarización financiera	
<ul style="list-style-type: none">Menor ingreso de divisas origina una depreciación de la moneda local y genera mayores incentivos para la dolarización.Mayor preferencia por ahorrar en moneda extranjera ante subida sostenida del tipo de cambio.	<ul style="list-style-type: none">Depreciación del sol puede favorecer emisiones de deuda empresarial en soles.Aumento de interés en la educación financiera, considerando el efecto en la estructura de balance de personas y empresas.Difusión de nuevos instrumentos del Tesoro en moneda local dirigido a las personas de a pie.

6.9 Escenario exploratorio C: Tasa de referencia en EEUU sube a 5%

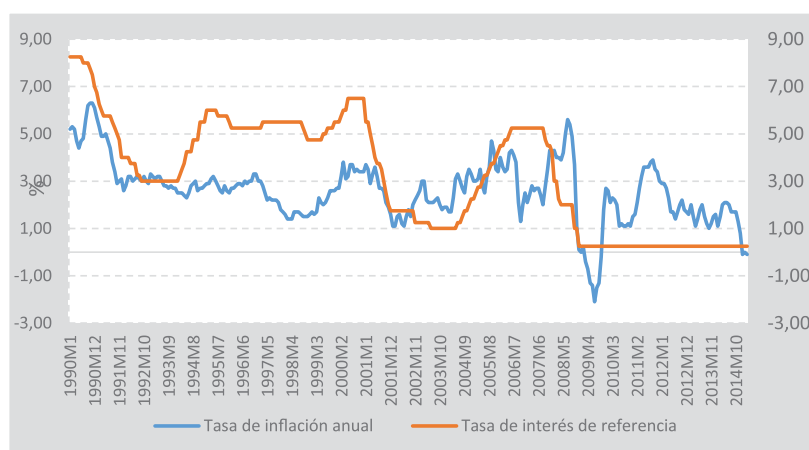
En este escenario se analizan los efectos de un fuerte incremento de las tasas de interés en Estados Unidos, que están cerca de cero por ciento y cuya normalización se espera empiece en los próximos meses. En este contexto, se hace más atractivo volver a invertir en dicho país y en activos denominados en su divisa.

Para este escenario, se considera la media de los indicadores estratégicos⁴⁰ durante el periodo 1994-2000 y 2006, tomando en cuenta que en promedio en estos periodos se observó una tasa de referencia de los Estados Unidos en torno al 5%, permitiendo capturar una situación similar al escenario propuesto.

Así, el Perú queda expuesto a una salida de capitales privados, lo que genera mayor dificultad para financiar el ya persistente déficit en cuenta corriente, lo que a su vez se agrava por la aún importante participación de inversionistas extranjeros en el mercado de valores local.

Además, la menor disponibilidad de dólares dentro del país presiona a una mayor subida del tipo de cambio, generando un efecto negativo sobre los bienes importados, que afecta la tasa de inflación. Por ello, el BCRP se ve forzado a incrementar su tasa de referencia, tanto para mitigar la salida de capitales como para moderar la inflación, lo que tiene un efecto contractivo en la economía encareciendo el crédito con moneda local, además de hacer menos rentables el desarrollo de nuevos proyectos e inversiones.

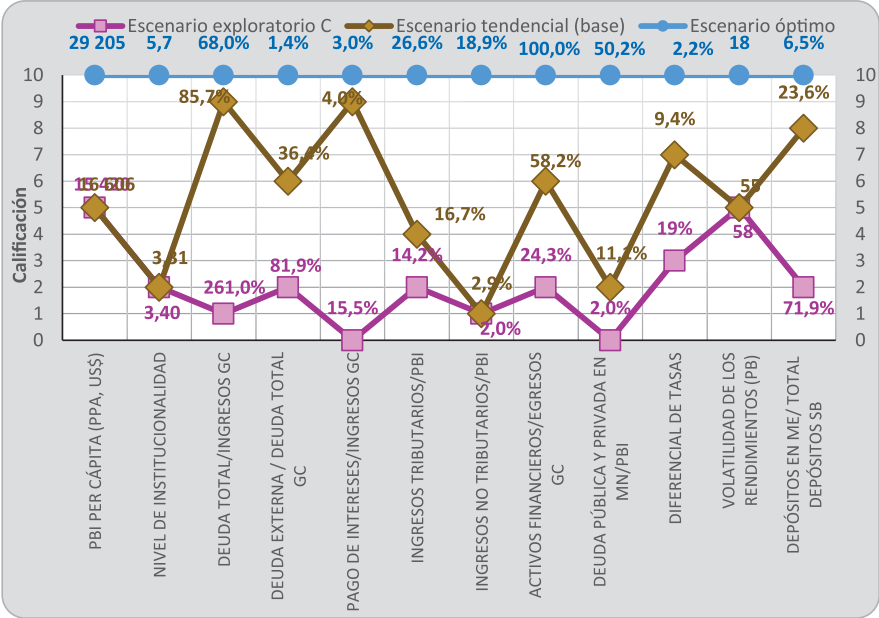
Gráfico N° 57
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN Y TASA DE REFERENCIA
EN LOS ESTADOS UNIDOS



Elaboración: Bloomberg

⁴⁰ Para las variables deuda y ahorro público solo se tomó en cuenta la información del año 2002 en adelante.

Gráfico N° 58
EVALUACIÓN DE ESCENARIO TENDENCIAL VERSUS ESCENARIO EXPLORATORIO C



Elaboración: Propia

Dada la aún alta dolarización financiera, el encarecimiento del crédito en dólares medido en soles hace que aumente la morosidad de créditos denominados en dicha moneda que tiene como sujetos de crédito a empresas y las familias locales que generan sus ingresos en soles. Como la mitad de la deuda pública también está dolarizada, de manera análoga se tendría un efecto adverso sobre la capacidad de pago del Gobierno.

Asimismo, se aprecia que el indicador de deuda externa sobre deuda total resulta desfavorable respecto al escenario tendencial, ya que en este escenario se espera que el incremento de tasas traiga un efecto mayor sobre la curva de rendimientos local que sobre la extranjera, pudiendo hacer menor el costo de endeudamiento en moneda extranjera. Además, el efecto de la depreciación de la moneda local desalienta a los inversionistas sobre papeles en esta denominación. Este efecto también se vería reflejado en un pago mayor de intereses.

Respecto a los activos financieros, se espera una disminución de éstos para cubrir parte de la disminución de los ingresos ante la disminución de la actividad económica, mostrando un ahorro público muy por debajo del escenario actual.

De esta manera, en este escenario la mayoría de variables estratégicas también muestran un desempeño desfavorable. El PBI per cápita real no sólo se mantiene estancado por la menor inversión

privada y caída del consumo, sino que se reduce ligeramente. Los ingresos caen por la caída de la actividad económica, lo cual afecta directamente el resultado fiscal. En este escenario exploratorio la República tendría que hacer frente a los siguientes riesgos y oportunidades:

Cuadro N° 30
RIESGOS Y OPORTUNIDADES EN EL ESCENARIO EXPLORATORIO C: TASA DE REFERENCIA
EN EEUU SUBE 5%

Riesgos	Oportunidades
Producto bruto interno	
<input type="checkbox"/> La inversión privada se desacelera como resultado del encarecimiento de las condiciones crediticias externas más duras. <input type="checkbox"/> Incremento de las tasas de interés y tipo de cambio puede afectar planes de inversión y consumo de las empresas y familias. <input type="checkbox"/> Efecto hoja de balance por salida de capitales impacta en capacidad de pago de empresas y hogares.	<input type="checkbox"/> Mejores términos de intercambio favorecen las exportaciones en el largo plazo. <input type="checkbox"/> Se reduce el déficit en cuenta corriente por la contracción de las importaciones.
Institucionalidad	
<input type="checkbox"/> Mayor incentivo de falsificación de la moneda extranjera ante su mayor valor. <input type="checkbox"/> Generación del mercado informal de prestamistas. <input type="checkbox"/> Mayor tendencia a incumplimiento de contratos financieros y comerciales por la desaceleración económica.	<input type="checkbox"/> Implementación de planes para reducir brechas respecto a los países con mejores prácticas de gestión pública. <input type="checkbox"/> Necesidad de mayor coordinación entre BCRP, SBS y MEF. <input type="checkbox"/> Nuevos cambios regulatorios para reducir dolarización e imperfecciones del mercado financiero.
Deuda pública	
<input type="checkbox"/> Aumenta vulnerabilidad financiera por incremento de la deuda externa ante depreciación, afectando calificación de riesgo soberano. <input type="checkbox"/> Mayor costo y riesgo del nuevo endeudamiento externo por subidas de las tasas de interés y los tipos de cambio. <input type="checkbox"/> Mayores intereses de deuda en moneda extranjera y un mayor tipo de cambio aumentan el servicio de la deuda dentro del presupuesto. <input type="checkbox"/> Mayor costo en el nuevo endeudamiento local por alza en las tasas de interés. <input type="checkbox"/> Desaceleración económica afecta a ingresos públicos y deteriora capacidad de pago de una mayor deuda producto de la depreciación.	<input type="checkbox"/> Necesidad de desarrollo del tramo corto de la curva de rendimientos del mercado de deuda pública en soles. <input type="checkbox"/> Mayor necesidad de desarrollo de un mercado de tasas de deuda doméstica a tasas de interés variables. <input type="checkbox"/> Necesidad de crear mecanismos de contingencia ante reducción de ingresos sin recurrir a un mayor endeudamiento. <input type="checkbox"/> Priorización de la reducción de la vulnerabilidad de la estructura de balance y no la emisión individual.
Ingreso público	
<input type="checkbox"/> Reducción de los ingresos tributarios y no tributarios por menor actividad económica e incremento de la informalidad. <input type="checkbox"/> Deterioro de la calificación soberana por la menor capacidad de pago ante disminución de los ingresos públicos. <input type="checkbox"/> Paralización de proyectos de inversión en infraestructura. <input type="checkbox"/> Disminución de la inversión extranjera.	<input type="checkbox"/> Necesidad de plantear nuevas reformas tributarias. <input type="checkbox"/> Necesidad de hacer mejoras en la plataforma tecnológica para la recaudación.
Ahorro público	
<input type="checkbox"/> Menor ahorro por el mayor gasto público generado para hacer frente a una desaceleración económica. <input type="checkbox"/> Una caída del ahorro público debilita la capacidad de pago de la deuda bruta, especialmente aquella denominada en dólares.	<input type="checkbox"/> Necesidad de mejores políticas en la gestión de caja. <input type="checkbox"/> Necesidad de hacer más eficiente la gestión de las reservas de liquidez en función a la estructura de balance. <input type="checkbox"/> Mayores ingresos por subastas de fondos del Tesoro.
Desarrollo de los mercados financieros	
<input type="checkbox"/> Menor desarrollo del mercado de deuda en soles debido a la mayor incertidumbre y riesgo de financiamiento. <input type="checkbox"/> Pérdida de referencias de las curvas soberanas para las emisiones de deuda privada. <input type="checkbox"/> Incertidumbre de acreedores sobre capacidad de pago de sus deudores incrementa diferencial de tasas de interés. <input type="checkbox"/> Menor liquidez en el mercado de capitales incrementaría el diferencial de tasas de interés.	<input type="checkbox"/> Mayor margen de maniobra para reformar y modernizar el mercado de capitales. <input type="checkbox"/> Papel más activo para las entidades financieras del Estado. <input type="checkbox"/> Desarrollo del mercado de deuda tiene un efecto indirecto sobre las tasas activas vía una mayor liquidez de los instrumentos de deuda como las letras y bonos del Tesoro.

Estabilidad financiera	
<ul style="list-style-type: none">❑ Se exacerba correlación de la curva de los bonos de EEUU con la curva local en soles.❑ Exigencia de no residentes de mayores primas en las emisiones de títulos del Tesoro por depreciación esperada.❑ Deterioro de las expectativas de los inversionistas adversos al riesgo.	<ul style="list-style-type: none">❑ Participación directa del Tesoro en el mercado de deuda pública en escenarios de volatilidad.❑ Mayor desarrollo del mercado de bonos indexados a la inflación para evitar mayor dolarización de inversionistas adversos al riesgo.
Dolarización financiera	
<ul style="list-style-type: none">❑ Mayor confianza en el dólar como reserva de valor incrementa la dolarización financiera.❑ Mayor descalce en el balance de las entidades financieras deteriora sus resultados y afecta su solvencia patrimonial y costo de financiamiento.	<ul style="list-style-type: none">❑ El uso extensivo de un programa de subastas ordinarias de títulos del Tesoro para mantener confianza en los inversionistas locales.

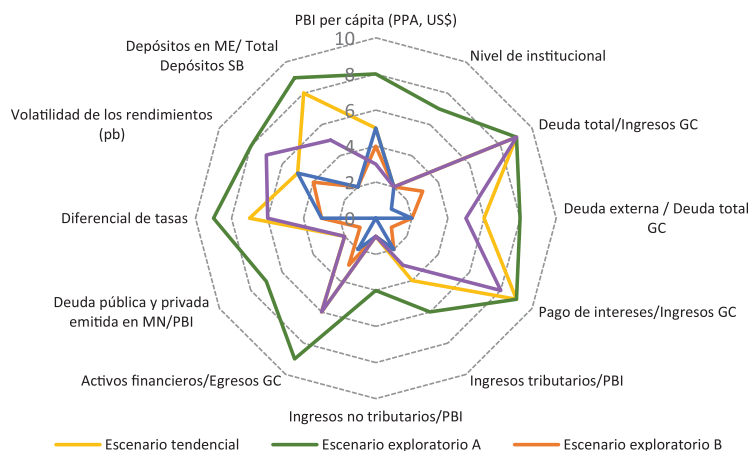
6.10 Escenario apuesta

Dado que en el 2012 el Perú presentó su solicitud de incorporación a la OCDE y que en el 2014 el Perú fue designado para participar en el Programa País, programa diseñado por dicha entidad con el fin de ayudar a un número limitado de países a alcanzar sus estándares y prácticas, y de esa manera servir como ancla para el proceso de reformas en otras áreas de sus políticas públicas, en realidad la elección del escenario apuesta está dirigida hacia el escenario exploratorio A, a pesar de que las probabilidades de ocurrencia de los escenarios exploratorios B y C se hayan elevado bastante en los últimos trimestres.

Por tanto, el desafío ya no es tanto qué futuro se desea construir, sino más bien cómo acelerar el cierre de brechas que permitan aprovechar las oportunidades y mitigar los riesgos identificados en cada escenario, especialmente en el ámbito de los lineamientos de política asociados a la gestión de activos y pasivos de toda la Hacienda Pública, de modo que el Perú pueda inclusive servir como modelo regional, proyectando sus avances en beneficio de otros países vecinos.

Por ejemplo, teniendo en cuenta que, al igual que en varios países de la OCDE, el objetivo principal de la estrategia de gestión de activos y pasivos es minimizar el costo de los pasivos y maximizar el rendimiento de los activos, para lo cual debe profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local como principal medio para cubrir sus requerimientos derivados de la gestión financiera, lo primero que cabe cuestionarse es si el tamaño del mercado financiero local tiene esa capacidad potencial.

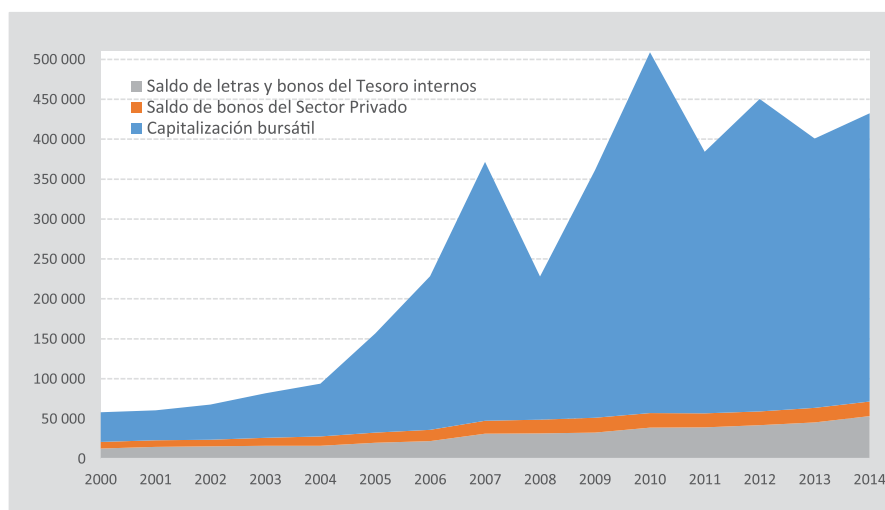
Gráfico N° 59
COMPARACIÓN DE CALIFICACIONES DE ESCENARIOS Y SITUACIÓN ACTUAL



Elaboración: Propia

Dicha inquietud queda satisfecha cuando se observa el reducido tamaño relativo del mercado de valores del Tesoro emitidos internamente respecto del mercado de valores peruano en general. De hecho, se verifica que el mercado de bonos (públicos y privados) tiene un espacio muy grande para crecer, pues, no sólo el mercado de bonos es más pequeño que el mercado de acciones, cuando en la mayoría de países es al revés, sino que el mercado de bonos es apenas la quinta parte del mercado de acciones (ver Gráfico N° 60).

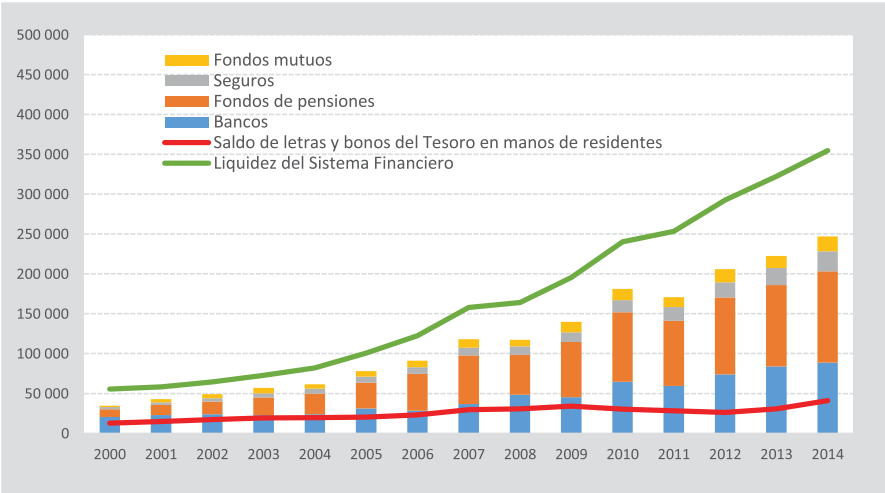
Gráfico N° 60
TAMAÑO DEL MERCADO DE VALORES PERUANO



Elaboración: BCRP.

Asimismo, si se compara el tamaño de la liquidez del sistema financiero peruano, o inclusive sólo el tamaño de los fondos o recursos invertibles gestionados por los bancos, aseguradoras, fondos de pensiones y fondos mutuos, se puede comprobar también que el tamaño del saldo de letras y bonos del Tesoro en manos de residentes es aún muy reducido: equivale al 11% de la liquidez del sistema financiero y a menos del 13% del total de fondos de los inversionistas locales antes indicados (ver Gráfico N° 61).

Gráfico N° 61
TAMAÑO RELATIVO DEL SALDO DE TÍTULOS DEL TESORO



Elaboración: SBS y BCRP.

A nivel regional, la brecha también se mantiene si se compara el tamaño de la participación de los bonos soberanos en la cartera de los inversionistas locales de los países de México, Colombia y Brasil con la del Perú, lo que es particularmente interesante en el contexto de la futura integración financiera de los países de la Alianza del Pacífico en la que el Perú participa (ver Cuadro N° 31).

Cuadro N° 31
BONOS GUBERNAMENTALES EN LAS CARTERAS DE INVERSIONISTAS LOCALES

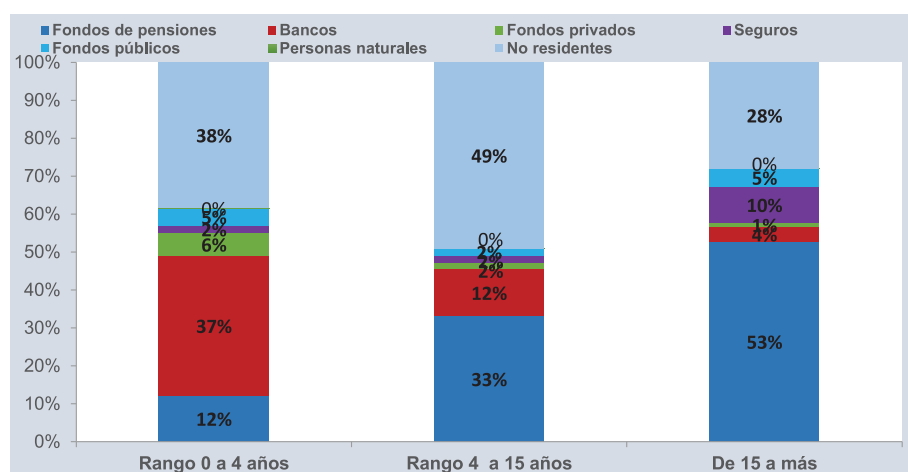
Empresas	Brasil	México	Colombia	Perú
Fondo de pensiones	11%	43%	19%	10%
Bancos	30%	11%	36%	3%
Seguros	30%	32%	14%	12%
Fondos mutuos	40%	38%	4%	3%

Fuente: Banco Central de México, Banco Central de Colombia y Banco Central de Brasil.

Además, considerando las adecuaciones regulatorias a Basilea III y Solvencia II que están en curso internamente, también habrá una mayor cantidad demandada de letras y bonos del Tesoro como activos líquidos de alta calidad, lo que también generará un incremento en la participación de estos instrumentos en los portafolios de los inversionistas institucionales.

Por tanto, para optimizar el proceso de cierre de brechas, lo que se requiere es calibrar la oferta segmentada de bonos de referencia en función de las preferencias y naturaleza de operaciones de cada inversionista tipo a lo largo de los diferentes plazos de la curva soberana, y no sólo del apetito temporal de algún tipo de inversionista específico en particular, pues, sus intereses privados inclusive pueden ser contrapuestos a los intereses sociales que deba apoyar la República. Así, se puede comprobar que en el tramo de 0 hasta 4 años la mayor preferencia la tienen los bancos y los fondos mutuos, en el tramo de más de 4 hasta 15 años hay una mayor preferencia de parte de los no residentes y en el tramo de 15 años a más la mayor preferencia la tienen los seguros, los fondos de pensiones y los fondos públicos.

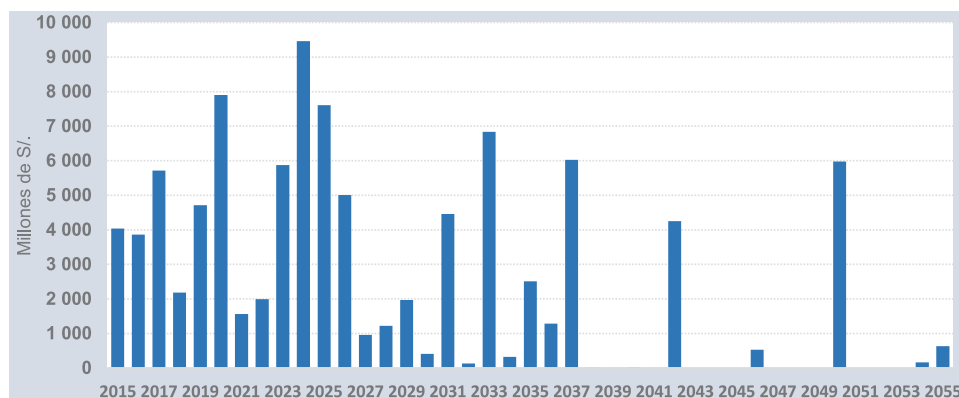
Gráfico N° 62
TENENCIA DE BONOS SOBERANOS DIVIDIDOS POR PLAZOS E INVERSIONISTAS



Elaboración: MEF – DGETP.

Por otro lado, esa calibración para adecuarse a la demanda de las entidades financieras locales también debe conversar con el mantenimiento de un perfil adecuado de amortizaciones de principal de la deuda pública, de tal manera que la República minimice el costo de tener que efectuar futuras operaciones de recompra de deuda por la concentración excesiva de vencimientos en determinados años. Así, es perfectamente factible emitir valores de deuda pública que correspondan a los tramos preferidos para cada tipo de inversionista, en los montos suficientes para sus necesidades de inversión, pero que no acumulen una concentración de amortizaciones por pago de principal en más del 4% a 5% del total del presupuesto público en cada año futuro, como el espacio que se puede observar en los años 2018, 2019, 2021, 2022 y 2027 en adelante.

Gráfico N° 63
PERFIL DE PAGO DE AMORTIZACIONES DE LA DEUDA BRUTA



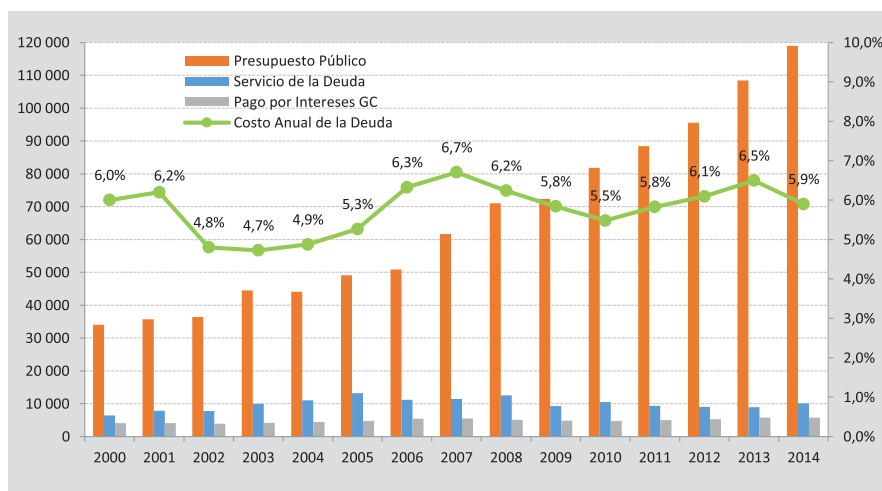
Elaboración: MEF – DGETP.

El otro componente importante del servicio de la deuda de la República que se debe vigilar es el de los gastos por intereses. Gran parte de la mejora de la capacidad de pago reflejada en la calificación soberana, que pasó de BB+ entre 2001 y 2004 hasta un A- a partir de 2013, se debió precisamente al menor crecimiento del tamaño de su deuda y de su servicio que el del tamaño de sus ingresos que financian el presupuesto de sus egresos.

Por ejemplo, entre 2003 y 2013 el presupuesto público se incrementó en casi +150%, mientras que el saldo de la deuda del Gobierno Central se redujo en un -1% y el servicio de la deuda se redujo en -10%. El servicio de la deuda se redujo porque la vida media de las amortizaciones de principal de la deuda pasaron de 8 a 12 años, lo que a cambio incrementó en casi 40% el pago de intereses, pese a que el costo anual del saldo total de la deuda se mantuvo en torno al 6% efectivo anual medido en soles nominales (ver Gráfico N° 64).

Esto implica que, para no afectar la sostenibilidad de la deuda y mantener estabilizado el pago de la misma, la oferta también debe considerar que el promedio ponderado de los valores ofrecidos en todos los segmentos debe tener un costo promedio ponderado que no supere el 6% efectivo anual, actuando en el tiempo de manera contracíclica a lo largo de la curva de rendimientos.

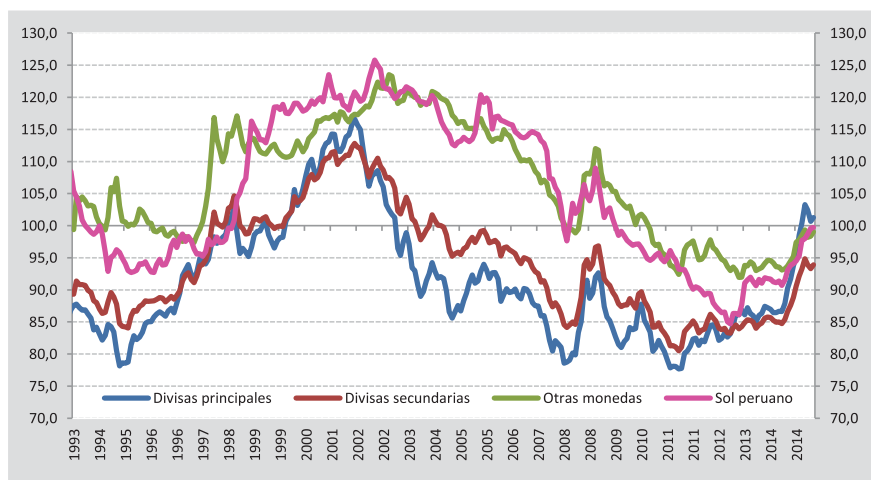
Gráfico N° 64
PERFIL DE PAGO DE AMORTIZACIONES DE LA DEUDA BRUTA



Elaboración: MEF – DGETP.

Por otro lado, como las proporciones de deuda externa y de dolarización financiera aún son muy grandes dentro del país, tanto del sector público como del sector privado, la evolución del tipo de cambio tiene una influencia muy grande en el desempeño de la actividad económica, impidiendo que el país pueda obtener ventajas expansivas de una depreciación de su moneda. Por ello, se requiere continuar reduciendo la exposición al riesgo cambiario del dólar, que, según los datos de la Reserva Federal, en el largo plazo continuará su ciclo de apreciación contra todas las monedas (ver Gráfico N° 65).

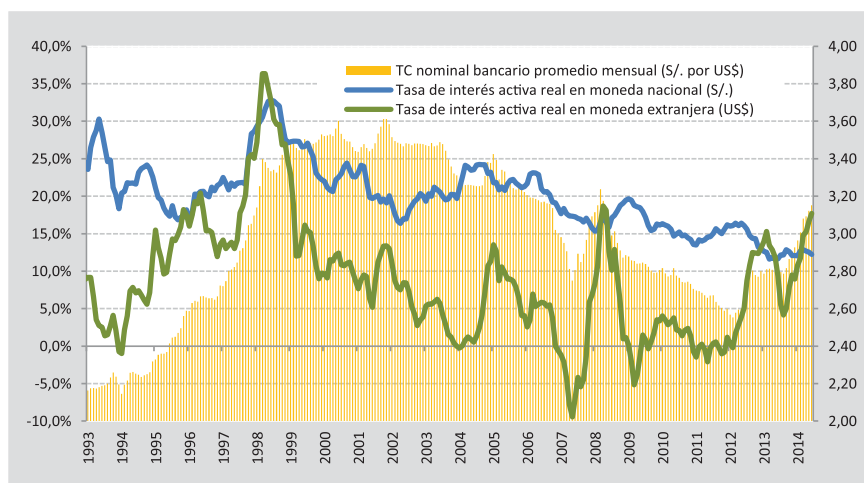
Gráfico N° 65
TIPO DE CAMBIO REAL DEL DÓLAR CONTRA OTRAS MONEDAS



Elaboración: Reserva Federal y BCRP.

El nivel de influencia del tipo de cambio del dólar sobre la actividad económica se produce a través de las tasas de interés reales que los agentes económicos pagan a las entidades de crédito. Por ejemplo, a nivel agregado los deudores en moneda nacional han venido enfrentando un costo real con tendencia a la baja en casi 1 000 pb desde hace 15 años, mientras que los deudores en moneda extranjera enfrentaron un costo real mucho más volátil, que durante varios años equivalió a un costo real nulo o inclusive negativo, pero que rápidamente se ha empezado a recuperar (ver Gráfico N° 66).

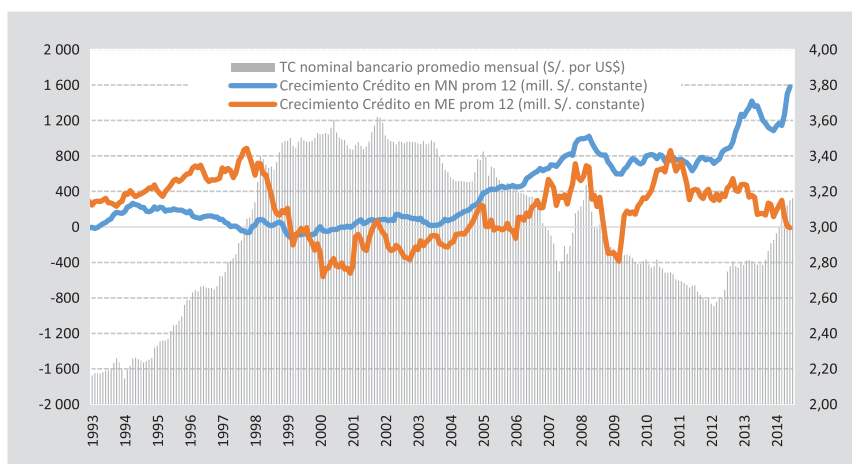
Gráfico N° 66
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL DÓLAR Y TASAS DE INTERÉS ACTIVAS REALES



Elaboración: Propia.

El efecto cíclico del tipo de cambio a largo plazo no sólo se produce por el lado del precio del crédito, sino también se retroalimenta por el lado del volumen del crédito en dólares ofrecido por las entidades financieras, exacerbando el tradicional efecto del acelerador financiero (ver Gráfico N° 67), crédito en dólares que a su vez es financiado por depósitos en dólares ante la falta de instrumentos de inversión internos en soles que ofrezcan rendimientos reales positivos, como los que ofrecen los valores de deuda pública en soles nominales y en soles VAC.

Gráfico N° 67
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL DÓLAR Y TASAS DE INTERÉS ACTIVAS REALES



Elaboración: Propia.

Por tanto, además de las acciones relacionadas a la gestión de activos, pasivos y tesorería, dentro del escenario apuesta también se plantea una serie de mejoras a la propia infraestructura del mercado, puesto que explica en buena parte las causas de las actuales limitaciones, como parte de la ruta estratégica asociada a varias de las variables analizadas (producto bruto interno, desarrollo de los mercados, estabilidad financiera y dolarización financiera). De otro lado, y sin afectar en el largo plazo el cumplimiento de los objetivos relacionados del escenario apuesta, la presencia de ciclos económicos es ineludible, por lo que se necesitarán tomar medidas contingentes que permitan prevenir, mitigar y superar el impacto desfavorable de la ocurrencia de choques adversos temporales sobre la economía nacional.

Gráfico N° 68
ELECCIÓN DEL ESCENARIO APUESTA

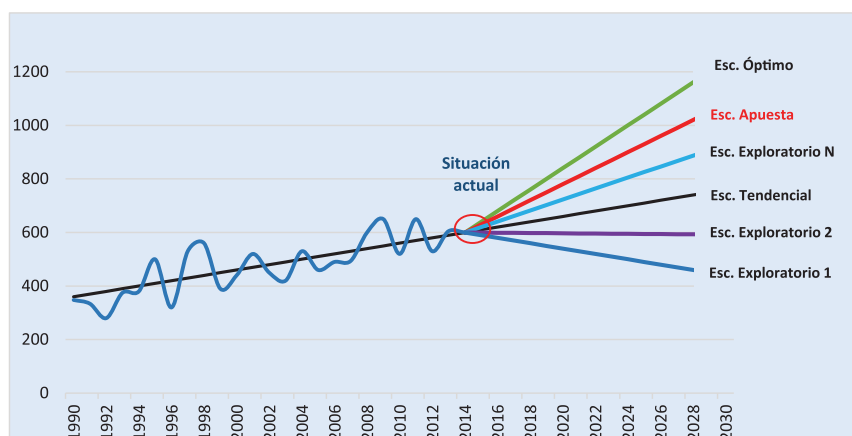
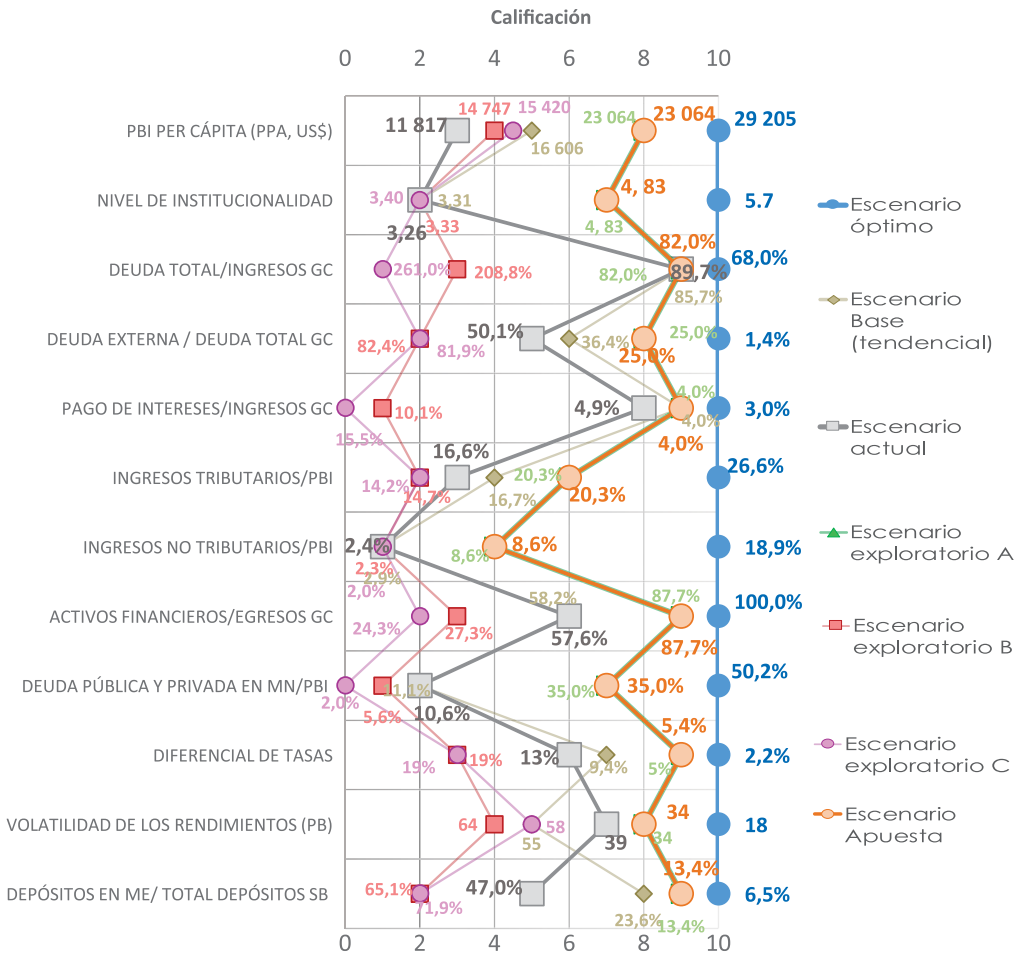


Gráfico N° 69
RESUMEN DE LOS ESCENARIOS CONSIDERADOS EN LA EVALUACIÓN PROSPECTIVA



Elaboración: CEPLÁN

7. ESTRATEGIA 2015- 2018

A partir de los riesgos y oportunidades identificados, y en forma complementaria a las acciones estratégicas aprobadas mediante la R.M. N° 245-2014-EF/52 que ya se vienen implementando para alcanzar el objetivo principal aprobado, a continuación se detalla las acciones públicas más relevantes que complementariamente se implementarán entre los años 2015 y 2018:

7.1 Gestión de activos

a) Aprobación de los criterios y mecanismos de gestión de la Reserva Secundaria de Liquidez y explorar nuevas fuentes para su financiamiento

Creada la reserva secundaria de liquidez (RSL) con un monto total que podrá llegar hasta un máximo del 1,5% del PBI nominal del año que corresponda, según la modificación hecha a la Ley General del Sistema Nacional de Tesorería a fines de 2014, sus fondos no utilizados podrán ser invertidos según los lineamientos que apruebe el Comité de Gestión de Activos y Pasivos, para lo cual se consideran instrumentos financieros en soles, como las letras y bonos del Tesoro, operaciones de reporte de dinero sobre títulos del Tesoro, o depósitos e instrumentos análogos emitidos por entidades financieras del Gobierno sobre la base de las estimaciones de necesidades de caja, de tal manera que el 100% del riesgo crediticio de la inversión siga siendo el riesgo soberano del Perú. En tal sentido, se constituyó la RSL con los recursos correspondientes al saldo de libre disponibilidad de recursos ordinarios del año 2014 y se realizó la incorporación extraordinaria de recursos estipulada en el artículo 4° del DU N° 002-2015, con el objetivo de alcanzar el 1,5% del PBI nominal. Asimismo, en el marco de la normatividad vigente se estableció que la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público del Ministerio de Economía y Finanzas deberá proponer, según criterios establecidos por el Comité de Gestión de Activos y Pasivos, las medidas necesarias para que la RSL alcance el límite del 1,5% del PBI nominal, por lo que la DGETP con miras a lograr dicho límite planteó incorporar los siguientes recursos: a) los devengados no pagados correspondiente a ejercicios anteriores y b) el excedente del saldo de libre disponibilidad del año 2008 utilizado en aplicación del D.U. N° 016-2009. Para este fin, se realizarán propuestas normativas con rango de Ley para incorporar dichos recursos a la RSL. Finalmente, se evaluará las normas referentes a la emisión de Letras del Tesoro y de la RSL, para que los saldos obtenidos con su emisión se incorporen al fondo de la RSL, de tal forma que se pueda utilizar tales recursos como apoyo temporal a la caja.

b) Aprobación de lineamientos y directrices de inversión de los ahorros acumulados en el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)

La gestión de los ahorros acumulados en el FEF buscará mantener contenidos los riesgos por descalce de la estructura de balance del Tesoro por moneda en forma contracíclica a largo plazo, para así mejorar la rentabilidad neta respecto de los pasivos que lo financian, empezando con la inversión de renta fija en títulos soberanos con una calificación mínima de grado de inversión. Para ello, considerando la práctica de otros países con experiencia favorable en la creación y gestión de fondos soberanos, se establecerá la progresiva diversificación de su riesgo entre monedas con baja correlación y con una segmentación estratégica en función al horizonte de utilización de cada tramo, de tal manera que se asegure para cada horizonte la preservación de su capacidad de pago medida en soles, que es la moneda funcional en la que se generan la mayor parte de los ingresos y egresos del Gobierno. En dicho marco, los lineamientos y directrices de inversión del FEF serán propuestos por la DGETP, en su calidad de secretaría técnica, al Directorio para su aprobación, según lo establecido por la ley. No obstante, en caso que el ahorro acumulado en el FEF que exceda el 4,0 por ciento del PBI, podrá ser destinado para reducir la deuda pública en una o más operaciones bajo el marco de la estrategia de gestión global de activos y pasivos del Tesoro Público.

c) Aprobación de criterios de inversión del Fondo de Deuda Soberana (FDS) para apoyar a la formación de precios

Considerando que las políticas de inversión generales del FDS ya fueron aprobadas por medio de la R.M. N° 434-2014-EF/52 en su Reglamento Operativo⁴¹, el ritmo de compras o de ventas con cualquier aporte o desaporte que reciba el FDS, se buscará que sus montos de compra o venta diarios, en condiciones normales, se ubiquen de modo general en torno al 10% del promedio anual de negociación diaria para cada tipo de bono, asegurando de esta forma que la gestión del FDS provea liquidez y apoyo a la formación de precios, sin afectar el desempeño natural del mercado. En el futuro el FDS buscará ser accesible al público de un modo similar a como lo hace cualquier fondo mutuo, siguiendo lo ya hecho por los Tesoros Públicos de otros países.

d) Continuación de subastas de depósitos de fondos del Tesoro en coordinación con el Banco Central de Reserva

Como se había previsto desde años anteriores, el proceso de normalización de las condiciones monetarias prevalecientes a nivel internacional viene implicando la progresiva salida de capitales extranjeros, con lo cual se generan las condiciones para que los fondos del Tesoro que habían sido retirados del sistema financiero nacional, a través de su depósito en el BCRP, puedan ser

⁴¹ Las cuales consisten básicamente en replicar la composición del Índice del Tesoro cuya metodología se publica en www.mef.gob.pe/inversionistas, con una desviación máxima de +/-100 pb para cada bono respecto del cierre del mes anterior.

reinyectados al sistema nuevamente. Así, a partir de 2015 el Tesoro empezará a subastar sus fondos siguiendo las mismas reglas que utilizan todas las demás entidades y empresas públicas para las subastas de sus fondos, incluyendo los mismos límites determinados trimestralmente en el marco de la Resolución Directoral N° 016-2012-EF/52.03 y modificatorias, los cuales según dicha norma se podrán ampliar a través de depósitos colateralizados con títulos de deuda pública como las letras y bonos del Tesoro que cada entidad financiera mantenga registrados en CAVALI, lo que permitirá que mejore la estructura de balance de dichas entidades, con un mayor fondeo provisto por el Tesoro y con una mejor calidad de activos líquidos conformados por los títulos del Tesoro dentro de sus respectivas reservas de liquidez exigidas por la SBS.

e) Aprobación de políticas y criterios para la gestión de todo tipo de depósitos e inversiones del Tesoro dentro de una gestión global de activos y pasivos

La Resolución Directoral N°016-2012-EF/52.03 señala, entre otros, que las entidades que conforman el Gobierno Nacional, Regional, Local y las entidades no financieras bajo el ámbito del FONAFE deben de establecer los lineamientos que servirán de base para la definición de políticas y criterios bajo las cuales estas entidades deberán realizar la gestión global de sus activos y pasivos financieros. Es en este marco que el Tesoro Público también requiere que se establezcan las políticas y los criterios para que realice la gestión global de sus activos y pasivos, para lo cual es necesario que se elabore un manual de políticas cuyo objetivo será definir las responsabilidades específicas de control interno para cada instancia interna involucrada, los criterios o principios que deberán ser priorizados para la toma de decisiones financieras, y los límites máximos o mínimos que se autoimpongan como parte del nivel de riesgo que desee asumir en las operaciones de inversión o endeudamiento. El manual de políticas deberá ser aprobado por el Comité de Activos y Pasivos.

f) Capacitación a los responsables de las entidades de los 3 niveles de gobierno para reforzar la aplicación de los lineamientos y criterios de rentabilización de sus fondos y demás activos financieros

Se efectuará una mayor capacitación para todas las empresas públicas, se encuentren o no dentro del ámbito de FONAFE, y de las demás entidades públicas de los diferentes niveles de gobierno que cuentan con fondos cuyos rendimientos estén por debajo de lo que se alcanza en las subastas en el módulo del Tesoro, a fin de mejorar su gestión de caja y sus sistemas de control interno, evitando transferencias de riqueza desfavorables para el Sector Público respecto de su costo de oportunidad en moneda local y, por el contrario, contribuyendo a generar externalidades positivas para un mayor desarrollo del mercado de capitales local y el buen desempeño de la política macroeconómica en general.

g) Operaciones de recompra y reventa de títulos del Tesoro en forma contracíclica para proveer liquidez y contribuir a la estabilidad de las tasas de interés

A fin de proveer una liquidez mínima a sus valores, y contribuir, de manera contracíclica, a la estabilidad de las tasas de interés de la curva soberana, el Tesoro indistintamente efectuará subastas de recompra y de reventa de bonos soberanos o ejecutará recompras y reventas de los mismos a través de los mecanismos centralizados de negociación como un actor más del mercado de valores local. Así, cuando los rendimientos de la curva aumenten o disminuyan sostenidamente por la falta de posturas de compra o de venta, respectivamente, se efectuarán subastas para recomprar o revender los títulos que puedan estar teniendo un exceso de oferta o de demanda. Estos títulos comprados, además, podrán ser objeto de una operación de administración de deuda con el fin de poder reemplazarlos por otros que, ayudando a reperfilar mejor las amortizaciones de deuda, puedan tener una escasez relativa en algunos segmentos del mercado.

7.2 Gestión de pasivos

a) Aumento de la oferta de letras del Tesoro para ampliar la participación del segmento de mercado minorista a través de agencias de bolsa

Para dar acceso a un mayor segmento del mercado, y crear mejores condiciones para el mayor desarrollo de su mercado secundario, se incrementará progresivamente el monto referencial máximo de las subastas ordinarias de letras para los mismos plazos representativos de 3, 6, 9 y 12 meses (4 vértices, 2 vértices por semana, dos veces al mes) hasta alcanzar un saldo total máximo aproximado de S/. 1 200 millones al cierre de 2015, monto que se continuará aumentando en los siguientes años y con un incremento en el límite de adjudicación anunciado por cuenta propia de 10% a 30% y de terceros de 2,5% a 5,0% del monto referencial de cada letra.

b) Aumento de la oferta de bonos del Tesoro en el tramo corto para el manejo de tesorería de bancos, cajas, aseguradoras generales y fondos mutuos

Actualmente apenas el 5% del saldo total de bonos soberanos tienen plazos de vencimiento iguales o menores de 4 años, lo que limita la formación de un mercado de fondos mutuos que inviertan en bonos gubernamentales de corto plazo, la constitución de reservas secundarias de liquidez en cajas municipales y demás entidades de crédito que no tienen un manejo sofisticado de inversiones y el manejo del calce de corto plazo supervisado a las compañías de seguros generales. Por ello, para este segmento en las subastas ordinarias se ofertarán los bonos Soberano 2018 VAC y Soberano 2019 Nominal (dos veces al mes) con un monto referencial que será determinado por la DGETP antes de cada subasta y cuyo saldo vivo esperado no deberá superar los S/.4 000 millones para cada uno, en armonía con el actual perfil de concentración de amortizaciones de la deuda que busca que el promedio anual de amortizaciones totales no exceda el 4% del gasto presupuestario anual.

c) Aumento de la oferta de bonos del Tesoro en el tramo medio para atender la demanda de bancos, fondos de pensiones y no residentes

Teniendo en cuenta las preferencias de este tipo de participantes y el actual saldo vigente de bonos gubernamentales con plazos de entre 5 a 15 años, así como su mayor capacidad para manejar el riesgo de mercado, en las subastas ordinarias para este segmento se ofertarán los bonos Soberanos 2021 Nominal, 2026 Nominal y Soberano 2030 VAC (dos veces al mes) con un monto referencial que será determinado por la DGETP antes de cada subasta y cuyo saldo vivo esperado no deberá superar los S/. 4 000 millones cada uno, y de hasta S/. 8 000 millones para el bono nominal con vencimiento en el año 2026, con lo cual se garantizará el mantenimiento de la optimización del actual perfil de concentración de amortizaciones de la deuda y que al mismo tiempo obtengan una liquidez adecuada para sus segmentos de mercado objetivo.

d) Mantenimiento de la oferta de bonos del Tesoro en el tramo largo para atender los requerimientos de fondos de pensiones y aseguradoras de vida

Teniendo en cuenta las necesidades de calce regulatorio a vencimiento de las aseguradoras de vida y el horizonte de inversión que requieren mantener los fondos de pensiones de un sistema aún muy joven como el peruano, así como el actual saldo vigente de bonos gubernamentales con plazos de más de 15 años, en las subastas ordinarias para este segmento se ofertarán los bonos Soberanos 2040 VAC, 2054 VAC y Soberano 2055 Nominal (dos veces al mes) con un monto referencial que será determinado por la DGETP antes de cada subasta. Dado el largo plazo de estos bonos y la naturaleza de los fines con los que son adquiridos por su segmento de mercado objetivo, no se espera que tengan mucha liquidez.

e) Endeudamiento externo contracíclico temporal que permita prevenir, mitigar y superar la ocurrencia de choques adversos

Sin poner en riesgo el objetivo principal de largo plazo de fortalecimiento del mercado de valores de deuda pública como uno de los principales pilares para desarrollar el mercado de capitales peruano, en forma contingente se podrá recurrir al endeudamiento externo. Asimismo, el tamaño del endeudamiento externo no debe colisionar con los montos referenciales predefinidos para las subastas ordinarias de bonos soberanos en moneda nacional, garantizando al mercado local la predictibilidad y el cumplimiento del calendario respectivo. Posteriormente este endeudamiento externo podrá ser sujeto a operaciones de administración de deuda financiadas con recursos provenientes del mercado de valores de deuda pública local, a fin de revertir el aumento temporal de la moneda extranjera en la estructura de la deuda, generando señales positivas en favor de la calificación de riesgo soberano.

7.3 Gestión de tesorería

a) Colocación temporal de dinero para los compradores y los tenedores de letras y bonos de referencia a través de operaciones de reporte

Cuando se haya anunciado en el aviso respectivo, después de cada subasta de letras (martes) o de bonos (jueves) del Tesoro se efectuarán subastas con propuestas competitivas y no competitivas para colocar dinero a por lo menos una y dos semanas de plazo para brindar liquidez temporal a los que se hayan adjudicado títulos del Tesoro en la misma fecha o los que ya tengan en su cartera cualquiera de las letras y bonos del Tesoro que se estén subastando dentro del Programa de Subastas Ordinarias del Tesoro, según las reglas a ser establecidas en el Reglamento de Operaciones de Reporte a través de operaciones de venta y compra simultánea de valores.

b) Colocación temporal de valores del Tesoro para los que no se adjudicaron o no los consiguieron en el mercado a través de operaciones de reporte

Para aportar liquidez supletoria y dar un mayor impulso a los nuevos valores que se oferten en el Programa de Subastas Ordinarias del Tesoro, cuando se hayan anunciado en el aviso respectivo, también se subastarán entre todas las entidades financieras autorizadas a participar de las subastas del Tesoro los mismos bonos y letras de referencia vigentes, sea con propuesta competitiva o no competitiva, a través de reportes de valores con colateral en efectivo a por lo menos una y dos semanas. Adicionalmente, las contrapartes tendrán la opción de comprarlos al Tesoro en forma permanente si antes del final del plazo pactado la entidad involucrada decidiera no devolverlos.

c) Consolidación de la información de activos y pasivos financieros para el seguimiento de políticas de las instituciones de todos los niveles del gobierno

Con la aprobación de la Directiva N° 001-2014-EF/52.03 sobre el “Registro de información sobre los activos y pasivos financieros de las entidades del Gobierno Nacional, Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales se complementaron las disposiciones aprobadas por la Resolución Directoral N° 016-2012-EF/52.03, de tal manera que se unificarán los actuales sistemas de registros de fondos públicos y de deuda pública, entre otros activos y pasivos financieros. Para ello se construirá el Módulo de Instrumentos Financieros como un solo registro centralizado que también servirá para alertar el cumplimiento de las políticas y de la conciliación contablemente reportada, a nivel individual y agregado, bajo los lineamientos establecidos por el Comité de Gestión de Activos y Pasivos. De este modo se evitará que las entidades públicas tengan que seguir llenando diferentes aplicativos o formularios con información segmentada.

d) Incremento en la cobertura de las operaciones de pago electrónico de obligaciones del Estado

Desde el año 2013 el Ministerio de Economía y Finanzas cuenta con la Certificación ISO 9001:2008 por el proceso “Pago electrónico a través del SIAF a proveedores del Estado por bienes y servicios”, lo que ha permitido que la gestión de tesorería cuente con metas explícitas que tienen como objetivo disminuir los pagos realizados con cheques a cambio de priorizarlos por medios electrónicos (CCI). El Tesoro está comprometido con aplicar los principios del sistema de gestión de calidad para realizar con eficacia los procedimientos establecidos, y cumplir con atender los giros realizados por las Unidades Ejecutoras, para que el proveedor reciba su pago oportunamente. En la implementación de este sistema de gestión de calidad, se han definido indicadores, cuyo seguimiento conlleva a mejoras continuas en la gestión de tesorería. Del mismo modo se fortalecerán los procesos para eliminar el uso del cheque en el pago de otras obligaciones de carácter retributivo tales como remuneraciones, pensiones, propinas, entre otros. Considerando que uno de los objetivos del proceso certificado es la disminución progresiva del uso de cheques en los giros realizados por las unidades ejecutoras, la perspectiva de la DGETP es que, a nivel nacional y regional, se realicen el 100% de los pagos por medios electrónicos. Para tal fin, se evaluará la pertinencia del marco normativo vigente que permita realizar las modificaciones legales necesarias para hacer extensivo el uso obligatorio de medios electrónicos de pago por parte de las entidades y unidades ejecutoras comprendidas en los niveles de gobierno nacional y regional.

e) Implementación de la fungibilidad de los fondos gestionados por el Tesoro

La gestión de los fondos administrados por el Tesoro Público debe estar basada, entre otros aspectos operativos, en la aplicación de la fungibilidad de los recursos que se administran como parte de una sana y prudente gestión de la liquidez, más allá de su uso presupuestario final y en línea con los principios de eficiencia y eficacia establecidos en la Ley Marco de la Administración Financiera del Sector Público. El Tesoro Público, al ser el ente administrador de la caja única del Tesoro, es el custodio y administrador de todos los recursos públicos que velará por el cumplimiento de la pagaduría del Estado, respetando la titularidad de los recursos que corresponda a las entidades involucradas, para lo cual establecerá las condiciones para su adecuada implementación, en observancia de las políticas de gestión global de activos y pasivos.

7.4 Estructura del mercado

a) Mantenimiento semanal de las curvas soberanas en soles nominales y soles VAC como referencia para el mercado de capitales local

La continuación del desarrollo del mercado de Letras del Tesoro y del mercado de Bonos Soberanos VAC tiene como objetivos clave el mantenimiento de las curvas libres de riesgo de referencia en soles nominales y en soles VAC, de modo que los agentes económicos tengan una referencia diaria para la valorización de sus inversiones así como de sus operaciones de endeudamiento, como parte del proceso de desdolarización del crédito y del ahorro de toda la economía local. Así, la emisión de letras permite refrescar los puntos más cortos de la curva en soles nominales como referencia para el endeudamiento de corto plazo empresarial en el mercado de capitales, mientras que la emisión de bonos VAC permite refrescar los puntos cortos, medios y largos de la curva en soles reales como referencia para el financiamiento de los grandes proyectos de infraestructura y de los proyectos de inversión empresariales a largo plazo, favoreciendo una mayor competencia con el mercado de créditos bancarios y evitando incurrir en mayores vulnerabilidades por descalce cambiario o la dependencia de la deuda externa.

b) Reducción o eliminación de asimetrías de regulación para todos los participantes del mercado de valores de deuda pública

Se continuará coordinando con la Superintendencia de Mercado de Valores, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP y el Banco Central de Reserva para identificar adicionales asimetrías regulatorias que estén dificultando el mayor desarrollo del mercado doméstico de valores de deuda pública, o evitando una mayor competencia en igualdad de condiciones, tanto a través de operaciones simples como a través de operaciones simultáneas, con el fin de sentar las bases para un más rápido desarrollo del mercado de renta fija peruano en general. Por ejemplo, en el Reglamento de Operaciones de Reporte se pasará a regular de manera uniforme para todos los participantes del mercado las condiciones en las que cualquiera de las entidades financieras puedan, o no, hacer una venta corta o asumir una posición corta sobre algún título del Tesoro y también se establecerá que podrán actuar con el papel de bancos liquidadores de CAVALI todas las entidades que sean participantes del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real, que es el sistema de pagos de alto valor a través del cual se completa la liquidación de las operaciones con valores de deuda pública, evitando riesgos operativos y triangulaciones innecesarias.

c) Mejora en la metodología de valorización de los títulos del Tesoro en línea con el progresivo mayor desarrollo de mercado

En línea con las prácticas de los mercados más desarrollados, en el reporte diario del MEF donde se publican los precios y rendimientos de los diferentes títulos del Tesoro se empezará a distinguir los precios y rendimientos negociados de compra respecto de los de venta, lo cual también

ayudará a incrementar la transparencia del mercado. De esta manera será más fácil identificar cómo el precio promedio ponderado de adjudicación de las subastas se encuentra más cerca del rendimiento y precio de compra, o ver el incentivo que se brinda al inversionista que busca comprar un papel en el mercado primario en lugar de hacerlo en el mercado secundario, evitando así que las subastas del Tesoro perjudiquen la formación de precios del mercado secundario. Así, el precio y rendimiento del mercado secundario pasará a tener una mayor prioridad que la del mercado primario en la metodología de valorización de los títulos del Tesoro y también se empezarán a considerar las primas de arbitraje entre puntos con diferente liquidez o diferente rendimiento relativos, tanto de manera retrospectiva como prospectiva.

d) Implementación de un sistema de garantías para la liquidación de operaciones con títulos del Tesoro

El actual nivel de incumplimientos en las liquidaciones de operaciones con títulos del Tesoro se explica porque no existe un sistema de garantías que alinee los incentivos para las contrapartes que negocian la operaciones cuando la liquidación se hace en un día distinto, usualmente $t+3$, y los precios de mercado varía o cuando una de las contrapartes sobrevende un mismo título ya negociado y luego no lo consigue a un precio adecuado. Por ello, siguiendo la práctica usual de mercados más desarrollados, CAVALI deberá crear e implementar un sistema segregado de garantías en función directa al volumen de operaciones negociadas y pendientes de liquidación de cada participante de un mecanismo centralizado de negociación, con el objetivo de respaldar sus procesos de compensación y liquidación, tanto para operaciones simples como simultáneas, aplicando el criterio de “el que incumple, paga” para reducir el riesgo moral y estableciendo un sistema de amonestaciones, penalidades y sanciones progresivas.

e) Desarrollo de la plataforma propia para la venta de títulos de deuda pública para que el mercado minorista no profesional incremente el ahorro interno

El proyecto de desarrollo de una plataforma de venta de títulos de deuda pública por internet una vez terminado, en una segunda etapa pasará a producción y despliegue de toda la plataforma con el apoyo de ampliación de la consultoría apoyada por la Cooperación Suiza - SECO. La plataforma está preparada para la venta de Certificados del Tesoro a un valor facial de S/.10 al descuento (si el capital o principal es mostrado a valor futuro) o bien al vencimiento (si el capital o principal es mostrado a valor presente), según el tipo de certificado que se haya elegido, y podrán ser emitidos en múltiplos de dicho valor. Esta iniciativa no sólo favorecerá directamente la labor de inclusión financiera del Gobierno 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 del Tesoro con la finalidad de generar una mayor inclusión financiera, así como aumentar el control de las órdenes ingresadas.

f) Publicación diaria de Índices del Tesoro como referencias públicas de libre riesgo para el mercado a corto, medio y largo plazo

Con la finalidad de incentivar una mayor competencia y transparencia acerca de la rentabilidad que se puede obtener invirtiendo en títulos del Tesoro, a partir de 2015 se empezará a publicar índices estandarizados por diferentes intervalos de vencimiento y por tipo de bonos, ya sean nominales o reales. Así, además de la publicación en serie histórica diaria del índice de todos los bonos del Tesoro en soles nominales, se pasará a publicar la serie histórica del índice de bonos del Tesoro en soles VAC y del índice de letras del Tesoro. Asimismo, se publicará un índice de títulos del Tesoro de 1 a 4 años. De esta manera, diariamente se tendrá la evolución de índices soberanos de referencia para los plazos representativos para los fondos mutuos y fondos de pensiones.

g) Mejor infraestructura tecnológica para ganar economías de escala y lograr un menor costo para el inversionista minorista

A los inversionistas minoristas actualmente les resulta desventajoso poder acceder al mercado de valores de deuda pública por la incursión en algunos costos fijos mínimos absolutos, explicados porque muchos procesos aún son manuales, los que para ser cubiertos requieren de montos de inversión mínimos mucho más grandes que los de este segmento de mercado objetivo. Por ello, se irá modificando la reglamentación de los mecanismos centralizados de negociación y del sistema de liquidación de valores de deuda pública para que se logre un procesamiento automático de principio a fin de todas las órdenes de ejecución de operaciones. Esto no sólo reducirá el costo fijo mínimo que impide el acceso al inversionista minorista sino también facilitará la mayor profesionalización y volumen de operaciones del segmento mayorista, acortándose la brecha no sólo con los mercados de los países más desarrollados de la OCDE sino para facilitar la integración financiera con los mercados de renta fija de los países de la Alianza del Pacífico, un componente clave de los mercados de capitales locales.

h) Implementación de un sistema de liquidación y compensación internacional para las operaciones con bonos en soles para no residentes

Con la finalidad de incrementar la base de inversionistas de largo plazo no residentes que hoy no ingresan al mercado de valores de deuda pública, el Ministerio de Economía y Finanzas buscará enlazar un sistema de liquidación y compensación internacional que suela ser utilizado por dichos inversionistas no residentes con el respectivo sistema local, hoy administrado por CAVALLI. Para acceder a este enlace, los procedimientos de acceso a estos valores deberán cumplir con una serie de requisitos de elegibilidad a ser establecidos en coordinación con los entes reguladores, supervisores y fiscalizadores, entre los cuales se encuentran temas relacionados a la prevención del delito de lavado de activos, financiamiento contra el terrorismo, evasión tributaria, entre otros requeridos por los estándares de los países que pertenecen a la OCDE, como la directiva

europea de mercados en instrumentos financieros (MiFID) o la ley estadounidense de protección al consumidor y reforma de Wall Street (ley Dodd-Frank).

i) Adecuación a normas y estándares internacionales dentro de todos los niveles de la Hacienda Pública

El Ministerio de Economía y Finanzas continuará impulsando la adopción de normas y estándares internacionales de su contabilidad, estadísticas y contratos de instrumentos financieros. Por ejemplo, la oficialización de las Normas Internacional de Contabilidad del Sector Público que hoy se aplican sólo al Gobierno Central será ampliada a las entidades de los demás niveles de gobierno. Asimismo, se continuará trabajando con el proceso de adopción del Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas del FMI para reducir la brecha con los países de la OCDE. Del mismo modo, se trabajará para armonizar la regulación del mercado de valores de deuda pública y sus instrumentos derivados con los mercados de los otros países de la Alianza del Pacífico y permitir una efectiva integración financiera, al mismo tiempo que se considere el cumplimiento de los requerimientos de la directiva europea MiFID, la ley estadounidense Dodd Frank, y los requerimientos de Basilea III y Solvencia II, así como las recomendaciones del Instituto de Finanzas Internacionales, en lo que corresponda.

8. PROYECCIONES 2015-2018

Para medir el éxito de la gestión de la deuda pública en base a las directrices aprobadas en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos se viene vigilando anualmente también los mismos indicadores de riesgo de la deuda bruta del Gobierno Central para cuantificar el impacto de las principales acciones tácticas que se llevarán a cabo como parte de la implementación de la gestión de la deuda al cierre del año 2018. En la determinación de estos indicadores se contempla las proyecciones, no sólo de la deuda bruta, sino también las proyecciones del Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018 y las metas y reglas fiscales contenidas ahí. Así, se estima un rango referencial de metas de estos indicadores que descansan sobre cuatro escenarios determinísticos alternativos utilizados, cuyos supuestos consideran la evolución de la economía, los montos de financiamiento que se requerirán 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. Adicionalmente, a partir del escenario base se ha generado un nuevo escenario para cuantificar algunos indicadores de la deuda neta.

8.1 Contexto actual y perspectivas

Después de varios años de un progresivo menor crecimiento de la economía peruana, en el año 2014 registró su nivel más bajo alcanzando el +2,4% frente al +5,02% del cierre de 2013. Este menor desempeño de la economía estuvo explicado una vez más por la disminución de la demanda interna que llegó a registrar una tasa de +2,2%, en línea con una caída de la inversión privada que llegó a -1,8%. Asimismo, la demanda externa mostró una contracción, principalmente por menores volúmenes de exportación respecto al 2013 (-1,0%) como resultado del menor comercio internacional ocasionado por 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 al restablecimiento de las condiciones previas a las crisis en los países del primer mundo que 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 las expectativas inflacionarias ancladas dentro del rango meta de la política monetaria, la autoridad monetaria decidió disminuir su tasa de interés de referencia en 50pbs respecto al año anterior, a 3,25%, esto último en un contexto de crecimiento del PBI poco favorable respecto a su potencial, además de consecuencias de los menores precios internacionales del petróleo sobre el mercado interno.

Por otro lado, los mercados financieros internacionales se vieron afectados hacia el último trimes-

tre de 2014 por eventos provenientes principalmente de EE.UU, Grecia y el mercado de petróleo, dichos sucesos tuvieron una repercusión directa en algunas economías emergentes. Estas últimas mostraron respuestas diversas dependiendo de su solidez macroeconómica, es así que un grupo de países elevaron sus tasas de interés debido a la existencia de desequilibrios en sus cuentas externas, presiones inflacionarias, y posibles cambios considerables en los flujos de los portafolios, sobre todo luego del recorte del estímulo monetario de la Reserva Federal estadounidense, mientras que otro grupo de países disminuyó su tasa de interés como medida de reactivación económica.

Una de las principales preocupaciones de los mercados gira en torno a la forma en que la Reserva Federal estadounidense 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 2014 en 6,90%, respecto al cierre del año 2013, y el tipo de cambio venta promedio fue de S/. 2,989 por dólar, reflejándose en 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. Durante el año 2014, 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 cuantitativas implementadas por la Reserva Federal estadounidense.

La curva de rendimiento soberana en soles presentó una volatilidad moderada, sobre todo en los últimos meses del año, no obstante se evidenció una reducción relativa de las tenencias de deuda por parte de los inversionistas extranjeros. La tendencia del rendimiento de los bonos en soles fue decreciente en línea con los rendimientos observados a nivel global.

Por su parte, el costo de financiamiento de la deuda soberana del Perú en dólares estadounidenses, mostró una tendencia a la baja, desde diciembre de 2013, debido a una menor percepción de riesgo país que se manifestó con la reducción de los derivados de crédito soberano a 5 años y del EMBI+ Perú durante el 2014, con una corrección en el último mes, así como por las expectativas inflacionarias ancladas y 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 2015 y 2016, se resume gráficamente el comportamiento esperado en las proyecciones para las curvas soberanas de la República en soles y dólares estadounidenses (ver Cuadro N° 32).

Cuadro N° 32
EVOLUCIÓN ESPERADA PARA LAS CURVAS DE RENDIMIENTO DE PERÚ
EN DÓLARES AMERICANOS Y SOLES PARA EL AÑO 2015

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

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 estadounidense, que a su vez se estima serán graduales. Se espera que el largo plazo tenga una senda decreciente para los rendimientos de los bonos globales, debido a las mejores perspectivas de la economía estadounidense, a la continuidad de los recortes de los estímulos monetarios impulsados por la Reserva Federal y el posible incremento de su tasa de interés de referencia para el tercer trimestre del 2015.

8.2 Escenarios para cuantificar el rango de las proyecciones

Para la determinación del rango de proyecciones de los diversos indicadores de seguimiento de la deuda bruta del Gobierno Central se han realizado cuatro escenarios. 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 considera las condiciones y proyecciones actuales de la economía mundial y de los precios internacionales. En el plano interno, el escenario base es consistente con las proyecciones previstas en el Marco Macroeconómico Multianual 2016 – 2018 Revisado publicado en agosto de 2015, bajo el cual se proyecta un crecimiento de la actividad económica de 3,0% para el año 2015 y para el periodo 2016 – 2018 se espera una recuperación del crecimiento del PBI en torno al 4,7%, liderado por una mayor inversión en infraestructura y mayor producción minera. Se espera que el resultado primario del Gobierno Central convergerá gradualmente de -1,4% del PBI en el 2015 hacia un -0,9% en las cuentas fiscales en el 2018. Este escenario es consistente con las perspectivas de crecimiento moderadas de nuestros socios comerciales, debido a la incertidumbre sobre la sosteni-

bilidad de la recuperación económica mundial, a las consecuencias de las medidas de ajuste fiscal adoptadas por los países más avanzados, así como una corrección en los precios de las materias primas y productos básicos.

El escenario optimista considera un crecimiento del PBI de 3,5% para el año 2015 y 5,2% para los años 2016 – 2018. El mayor nivel de actividad económica estaría asociado con una ligera mayor inflación que ascendería a 4,2% para el 2015 y 3,7% en promedio para el periodo 2015 – 2018. En cuanto a las cuentas fiscales, se observaría un mayor resultado primario del Gobierno Central, el cual convergerá de un déficit de -1,1% del PBI en el 2015 a un superávit de +0,3% del PBI en el 2018. Este contexto también se torna favorable para la ejecución de las operaciones de administración de deuda en mejores condiciones en términos de costo y riesgo.

El escenario pesimista contempla un nivel de actividad económica menor, cuyo crecimiento ascendería a 2,5% para el 2015 y 1,5% para los años 2016 – 2018. El resultado primario del Gobierno Central se deterioraría gradualmente de -1,5% del PBI en el 2015 a -3,5% en el 2018. Esto afectaría las expectativas de los agentes, traduciéndose en un menor dinamismo del gasto privado, principalmente por las menores inversiones o postergaciones de las mismas. Por otro lado, se ralentizaría las operaciones de administración de deuda tanto en tiempo como en monto.

El escenario de estrés supone un crecimiento del PBI de +1,5% en el año 2015 y un decrecimiento de -0,2% en promedio anual para el periodo 2016 – 2018. El resultado primario del Gobierno Central pasaría de -1,7% del PBI en el 2015 (parcialmente favorecido por el efecto de la devaluación) deteriorándose gradualmente hasta alcanzar el -5,3% del PBI en el 2018.

Sobre la base de los escenarios optimista y pesimista se estableció, para el cierre de 2018, el rango referencial que se prevé alcanzar en el valor de los indicadores de la deuda bruta que se detallan en el Cuadro N° 33.

Cuadro N° 33
PROYECCIONES REFERENCIALES DE INDICADORES DE LA DEUDA BRUTA DEL
GOBIERNO CENTRAL AL CIERRE DE 2018

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2018
Porcentaje de soles en el saldo bruto	49,1% - 65,1%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	70,1% - 75,8%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	48,6% - 64,5%
Vida media (años)	12,6 - 15,6
Reprecio medio (años)	10,7 - 14,8
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	2,8% - 2,7%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/	60,1% - 81,2%

Fuente: MEF - DGETP.

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

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

8.3 Proyección del servicio y composición de la deuda bruta

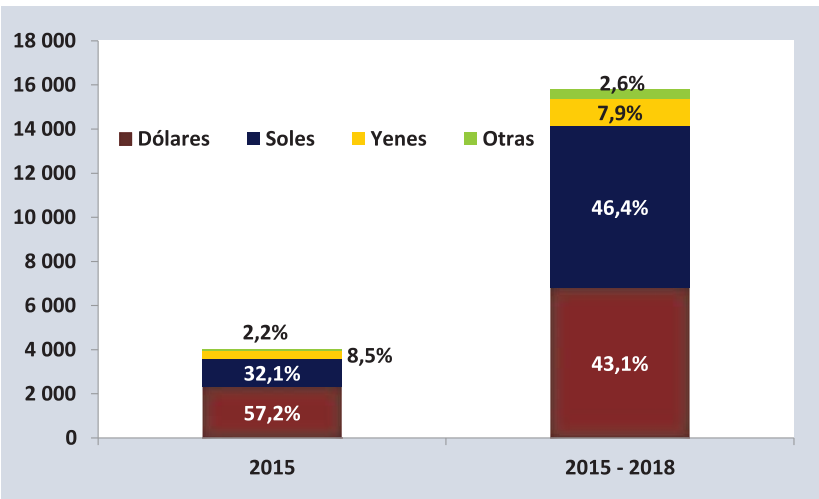
Considerando que el escenario base representa la probabilidad de que los supuestos que incorpora se estarían cumpliendo, se ha previsto que los análisis de la posición y las proyecciones de la deuda bruta del Gobierno Central se determinen a partir de este escenario.

a. Proyección del servicio de la deuda bruta

El servicio de amortizaciones del año 2015 representa alrededor del 3,6% del total adeudado y las amortizaciones anuales hasta el 2018 representan niveles de pagos ligeramente crecientes, cuyo promedio para este período representa alrededor del 3,8%. En términos relativos, la presión del pago de la deuda en el Presupuesto de la República continúa sin representar una preocupación para la caja fiscal.

Los pagos que se realizarán en soles en el año 2015 representan alrededor del 32% y del 46% para los vencimientos acumulados de los próximos 4 años (Gráfico N° 70). Esta menor participación relativa de la moneda local obedece principalmente a la redención de los bonos globales con vencimiento en 2015 y 2016.

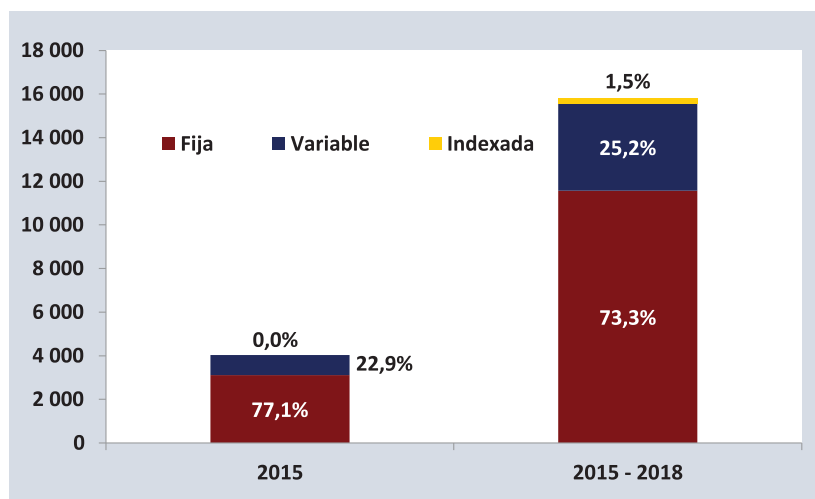
Gráfico N° 70
VENCIMIENTOS POR MONEDAS DEL GOBIERNO CENTRAL
(En millones de soles)



Fuente: MEF - DGETP

Por otro lado, en el Gráfico N° 71 se observa que en la estructura de tasas de interés, el 77,1% de los vencimientos del año 2015 corresponden a obligaciones pactadas a tasa fija. Una proporción similar de bajo riesgo se observa para el período comprendido entre 2015-2018, situación que favorece a una programación cierta del presupuesto para el pago del servicio de la deuda.

Gráfico N° 71
VENCIMIENTOS POR TASAS DE INTERÉS DEL GOBIERNO CENTRAL
 (En millones de soles)

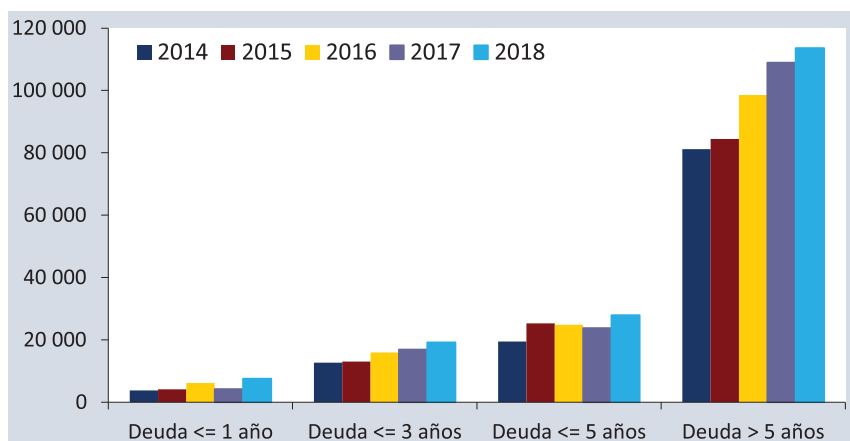


Fuente: MEF - DGETP

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 2018 esta concentración será un poco mayor (ver Gráfico N° 72). 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° 72
PLAZO AL VENCIMIENTO DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL
 (En millones de soles)



Fuente: MEF - DGETP

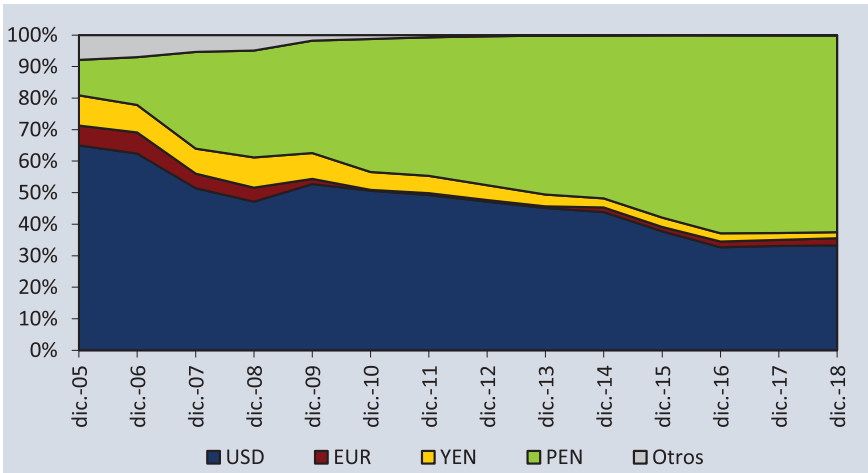
Así, el porcentaje de vencimientos de la deuda mayor a 5 años a diciembre de 2018 se proyecta en alrededor del 82,0%, posición relativa similar a lo observado en los años previos. Los factores que explican esta situación están relacionados con las operaciones de administración de deuda, cuyos financiamientos se suponen 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 2018, se ubique en alrededor de 14,5 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 60% al cierre del año 2018, muy similar al que se alcanzaría en el año 2016. Al cierre de 2014 este indicador alcanzó el 51,7% (ver Gráfico N° 73).

Incrementar la participación de soles en el total de la deuda bruta es uno de los objetivos más importantes de la gestión de la deuda para consolidar una posición de bajo riesgo, favoreciendo una potencial mejora en la calificación crediticia por parte de las agencias calificadoras de riesgo y por tanto en un menor costo de endeudamiento para el sector público y privado.

Gráfico N° 73
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL
POR MONEDAS

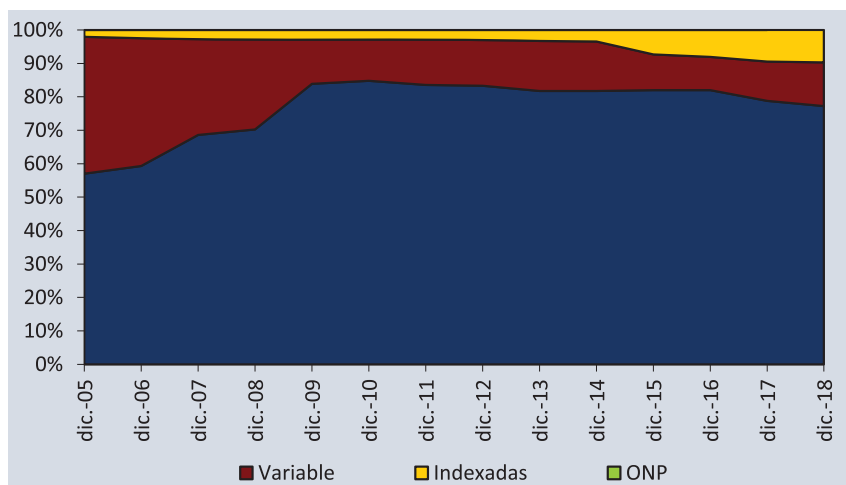


Fuente: MEF - DGETP

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

La proyección del componente de tasa fija en la estructura de la deuda bruta para los próximos años se mantiene por encima del 70% observado a partir de 2009 alcanzando alrededor del 76% al cierre del año 2018. Esta posición permite mantener flujos predecibles para la elaboración del presupuesto correspondiente.

Gráfico N° 74
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL
POR TASAS DE INTERÉS

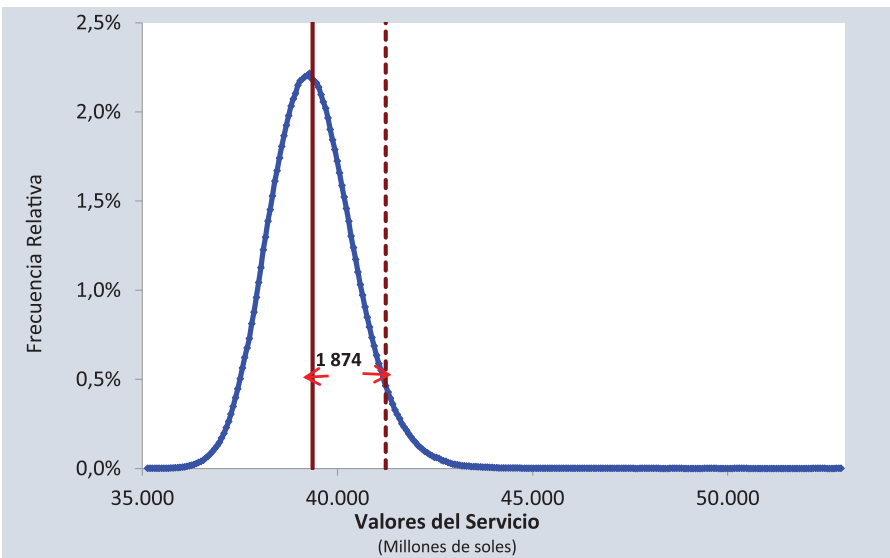


Fuente: MEF - DGETP

8.4 Servicio y costo en riesgo de la deuda bruta

El análisis del servicio en riesgo (SeR⁴²) arroja que el servicio de deuda estimado para los próximos cuatro años (desde el año 2015 hasta el año 2018 inclusive), con un nivel de confianza del 95%, alcanza niveles de alrededor de S/. 39 362 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/. 1 874 millones (4,8% adicional al pago del servicio de deuda estimado). (Ver Gráfico N° 75).

Gráfico N° 75
SERVICIO EN RIESGO DE LA DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL PARA LOS PRÓXIMOS 4 AÑOS



Fuente: MEF - DGETP

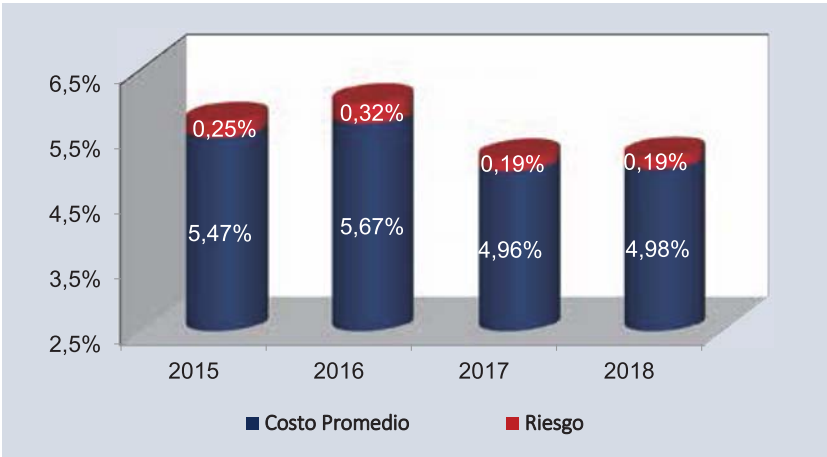
El costo promedio anual en soles de la deuda bruta se define como el pago de intereses de la deuda más el monto adicional que podría generarse por efecto de las variaciones en el tipo de cambio y las tasas de interés⁴³. Este monto adicional, que se define como riesgo, se calculó tomando en cuenta la evolución estocástica de las tasas de interés y tipos de cambio, así como su correlación conjunta⁴⁴. El incremento probable del costo por las variaciones de los tipos de cambio y de las tasas de interés representa en promedio alrededor de 25 pb para los 4 años analizados (ver Gráfico N° 76).

⁴² 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.

⁴³ 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.

⁴⁴ 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.

Gráfico N° 76
COSTO Y RIESGO DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL PARA EL PERÍODO
2015-2018



Fuente: MEF - DGETP

8.5 Indicadores de sostenibilidad determinística de la deuda bruta

La estimación de algunos indicadores de la deuda bruta del Gobierno Central respecto al PBI esperado para los próximos años se muestran con tendencia creciente hasta el año 2018 y se estabiliza en los siguientes años, en línea con el nivel de la tasa de crecimiento económico proyectado en el Marco Macroeconómico Multianual Revisado 2016-2018 y por el efecto de las operaciones de administración de deuda planeadas para el período de análisis (Cuadro N° 34).

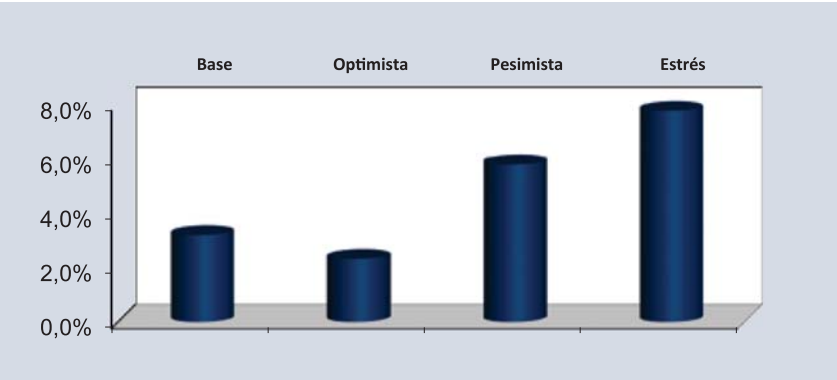
Cuadro N° 34
RATIOS DE LA DEUDA PÚBLICA DEL GOBIERNO CENTRAL
(En porcentaje del PBI)

Escenario base	2014	2015	2016	2017	2018
Deuda del G.C./PBI	17,0%	18,1%	21,1%	21,4%	21,5%
Servicio del G.C./PBI	1,7%	1,7%	2,0%	1,7%	2,1%
Amortizaciones del G.C./PBI	0,7%	0,7%	0,9%	0,6%	1,0%
Intereses del G.C./PBI	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%

Fuente: MEF - DGETP.

El análisis del comportamiento del ratio de deuda pública bruta del Gobierno Central a través del indicador de sostenibilidad⁴⁵ refleja evidentemente dicha situación en todos los escenarios analizados, en un contexto económico donde el menor crecimiento del PBI, los menores ingresos fiscales y las condiciones adversas en los precios de las variables financieras tendrán un impacto negativo en el saldo de la deuda bruta (ver Gráfico N° 77). Este mayor endeudamiento para financiar las mayores necesidades fiscales proyectadas para los próximos años podrían mitigarse en la medida en que el Gobierno decida utilizar una parte de los recursos que mantiene en el Tesoro Público (activos), lo que evitaría una repentina mayor presión sobre los mercados de valores a los que la República tendría que recurrir.

Gráfico N° 77
INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL
(Porcentaje del PBI)

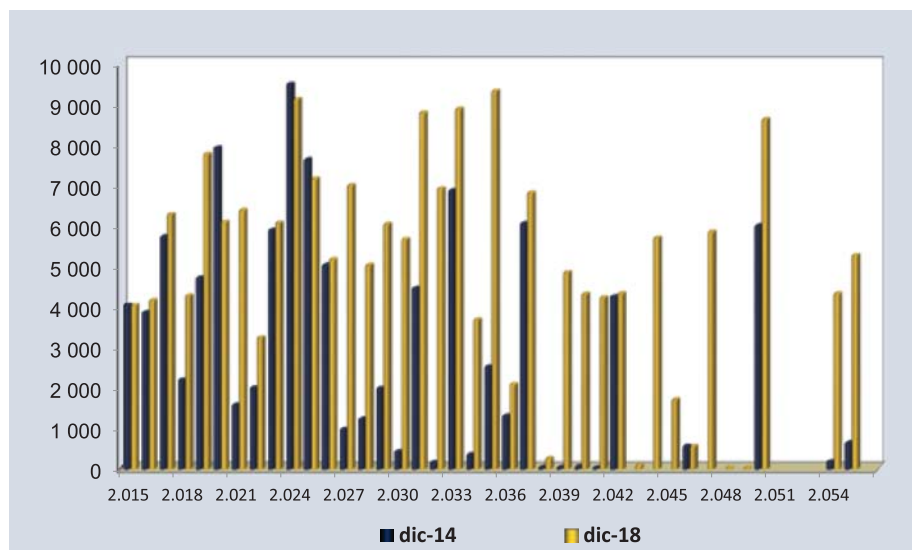


Fuente: MEF - DGETP

Otro de los objetivos de la estrategia es mejorar el perfil de vencimientos de la deuda del Gobierno Central para evitar excesivas concentraciones de pagos. Así en el Gráfico N° 78 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 2015-2018 para financiar los requerimientos financieros y las operaciones de manejo de pasivos que se han previsto realizar durante el presente ejercicio.

⁴⁵ Este indicador se define como la diferencia del superávit primario de equilibrio y el promedio ponderado de los superávit 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).

Gráfico N° 78
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 el incremento de pagos en la parte corta y obedece a las redenciones de las letras del Tesoro que se vienen emitiendo, cuyos saldos tenderán a incrementarse en los siguientes años. Por otro lado, el perfil del servicio de deuda refleja la redistribución de los vencimientos como resultado de las operaciones de administración de deuda planeadas para el periodo y el mayor endeudamiento que se supone se estaría realizando para el financiamiento de los grandes proyectos de infraestructura actualmente en cartera. Los nuevos recursos que se estarían obteniendo para este fin van a privilegiar la emisión de nuevos títulos soberanos en el tramo largo de la curva con la suficiente liquidez para satisfacer los requerimientos de los inversionistas institucionales, como las compañías de seguros, que podrán calzar sus activos y pasivos.

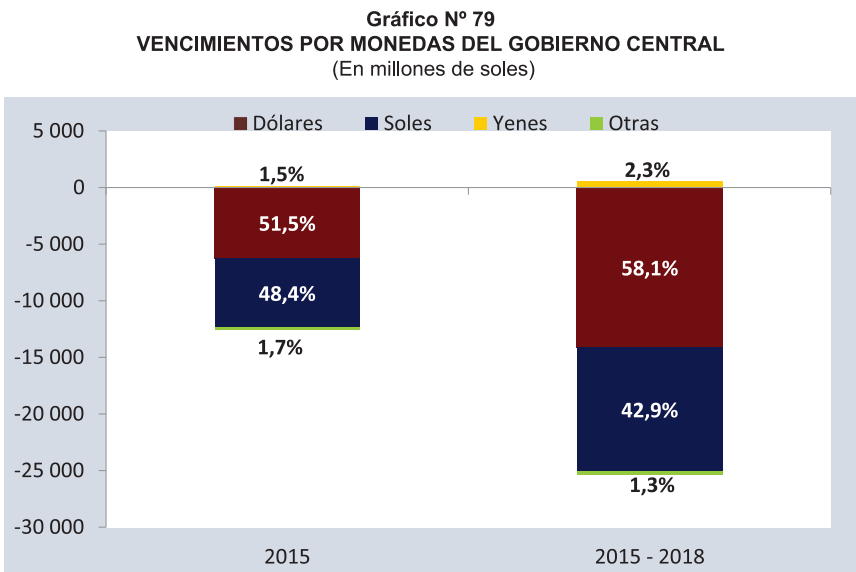
8.6 Proyección del servicio y composición de la deuda neta

A partir del escenario base, se ha preparado un nuevo escenario en el que se ha incorporado los activos del Tesoro Público a fin de aproximar la evolución futura de la deuda neta.

a. Proyección del servicio de la deuda neta

Después de cubrir totalmente el flujo de amortizaciones de la deuda bruta, desde el año 2015 hasta el año 2018 inclusive, se obtiene un excedente de S/. 12 126 millones en 2015 y de S/. 23 871 millones en el periodo de los próximos 4 años, recursos que podrán ser gestionados por el Tesoro Público bajo el nuevo marco legal que le permitirá obtener mejores rendimientos.

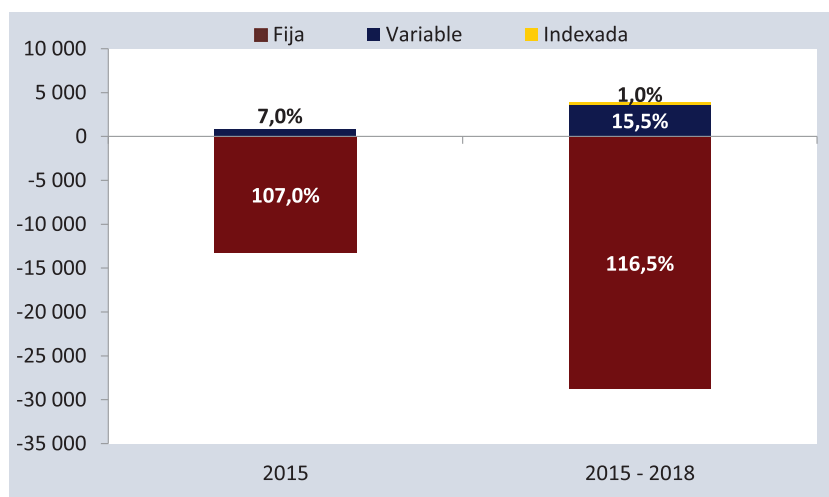
La participación de los soles en el total de estos excedentes representa alrededor del 48% y del 43% respectivamente para los próximos 4 años (ver Gráfico N° 79).



Fuente: MEF - DGETP

De forma similar, en la estructura de tasas de interés la mayor parte de los excedentes se encuentran a tasa fija.

Gráfico N° 80
VENCIMIENTOS POR TASAS DE INTERÉS DEL GOBIERNO CENTRAL
 (En millones de soles)

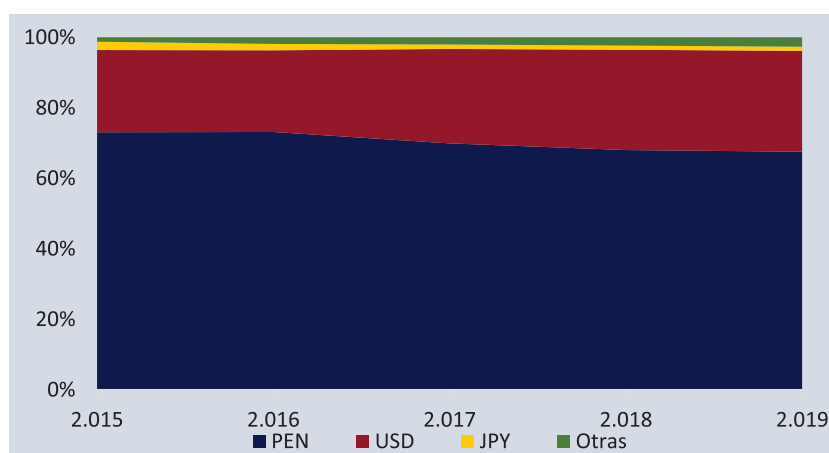


Fuente: MEF - DGETP

b. Proyección de la composición por monedas

La participación de la moneda local en el total de la deuda neta se posicionaría en alrededor del 64% al cierre del año 2018, por debajo del promedio del año 2015-2017 que sería aproximadamente del 79% (ver Gráfico N° 81).

Gráfico N° 81
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA DEUDA NETA DEL GOBIERNO CENTRAL POR MONEDAS

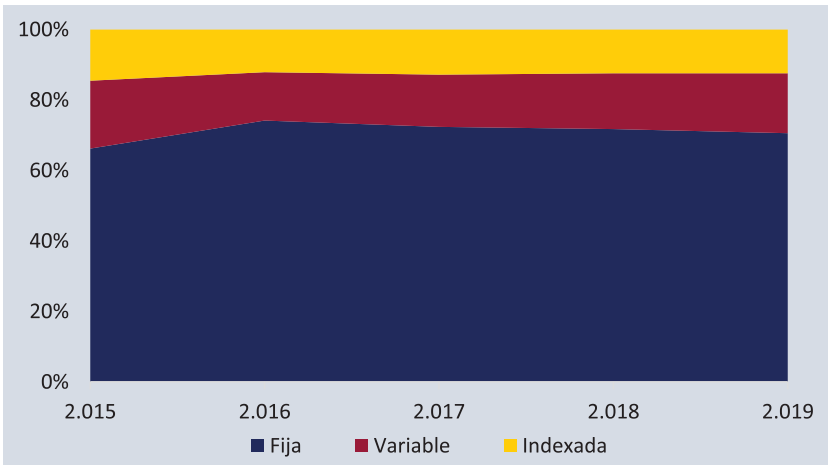


Fuente: MEF - DGETP

c. Proyección de la composición por tipo de tasa de interés

La proyección del componente de tasa fija en la estructura de la deuda neta a partir del año 2016 se mantendría por encima del 70%. Al cierre de 2015 este indicador alcanzaría alrededor del 66%.

Gráfico N° 82
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL
POR TASAS DE INTERÉS



Fuente: MEF - DGETP

ANEXO 1: Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda

En el marco del Artículo 14º del Texto Único Ordenado de la Ley 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento, aprobado por el Decreto Supremo Nº 008-2014-EF, en el año 2015 se formula el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda aplicable para el año 2016, 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 2016-2018 y que forman parte de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2015-2018.

En dicho contexto, la gestión de la deuda pública se basa en una estrategia de largo plazo, que tiene como objetivo fundamental cubrir parte de los requerimientos de financiamiento del sector público y desarrollar el mercado de valores de deuda pública a los más bajos costos posibles, sujetos a un grado de riesgo prudente y en concordancia con la capacidad de pago del país.

En tal sentido, en los últimos años se ha venido logrando alcanzar ambos objetivos focalizando los esfuerzos en reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas a través de una modificación continua de la estructura del portafolio de pasivos públicos con una mayor presencia de la 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.

Desde 2014, la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos⁴⁶ se constituyó en el marco de referencia de los lineamientos para la gestión de los 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. Este marco de referencia se basa en directrices (principios, políticas financieras, lineamientos tácticos) que han sido claramente definidos y deben de permanecer en el tiempo para garantizar la institucionalidad de la política financiera que busca orientar la gestión de la deuda pública y de la tesorería de acuerdo con las buenas prácticas internacionales. Al mismo tiempo, con su vigencia se busca dar una señal de transparencia y predictibilidad al mercado de valores de deuda pública, con la finalidad de apoyar a los agentes económicos en el proceso de toma de decisiones de inversión y de gestión de tesorería.

En la medida que los artículos 17 y 28 del Texto Único Ordenado de la Ley Nº 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento, establecen los procedimientos para fijar el monto máxi-

⁴⁶ Aprobado y publicado el 25 de julio de 2014 mediante la Resolución Ministerial Nº 245-2014-EF/52.

mo de concertaciones de operaciones de endeudamiento que se debe considerar en el Programa Anual de Concertaciones de Operaciones de Endeudamiento y el Programa Anual de Desembolsos respectivamente, siendo uno de sus principales parámetros los objetivos, políticas y metas del Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda, a continuación se detallan las acciones que se deben de realizar en el año 2016 a fin de alcanzar las metas establecidas de 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 los principios, las políticas financieras, los lineamientos tácticos y objetivo que se contemplan en la EGGAP para los próximos años:

- El financiamiento de los requerimientos fiscales previstos en el MMM provendrá preferentemente del mercado de valores de deuda pública en soles.
- Se continuará promoviendo el financiamiento de proyectos de inversión con recursos en soles obtenidos del mercado de valores de deuda pública local.
- Se continuará subastando semanalmente letras del Tesoro para los plazos representativos de 3, 6, 9 y 12 meses (4 vértices, 2 vértices por semana, dos veces al mes) por un monto referencial que será determinado por la DGETP antes de cada subasta y por un saldo total que no excederá los S/. 1 500 millones al cierre de 2016.
- En el tramo corto, se subastará semanalmente bonos soberanos nominales y reales para los plazos representativos de hasta 4 años (2 vértice por semana, 2 veces al mes) con un monto referencial que será determinado por la DGETP antes de cada subasta y cuyo saldo vivo esperado no deberá superar los S/. 4 000 millones para cada uno, en armonía con el actual perfil de concentración de amortizaciones de la deuda que busca que el promedio anual de amortizaciones totales no exceda el 4% del gasto presupuestario anual.
- En el tramo medio, se subastará semanalmente bonos soberanos nominales y reales para los plazos representativos de entre 5, 10 y 14 años (3 vértices por semana, 2 veces al mes) con un monto referencial que será determinado por la DGETP antes de cada subasta y cuyo saldo vivo esperado no deberá superar los S/. 4 000 millones (vértices 5 y 14 años), y de hasta S/. 8 000 millones para el vértice de 10 años.
- En el tramo largo, se subastará semanalmente bonos soberanos nominales y reales para los plazos representativos de más de 15 años (3 vértices por semana, 2 veces al mes) con un monto referencial que será determinado por la DGETP antes de cada subasta.
- En lo posible se realizarán subastas extraordinarias emitiendo cualquiera de uno o más de los bonos soberanos nominales o reales que han sido definidos como referencia en la EGGAP. Estas

emisiones se realizarán preferiblemente cuando las condiciones del mercado sean favorables a los intereses de la República.

- 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.
- Se gestionará el Fondo de Deuda Soberana con el objetivo de contribuir a dar una liquidez mínima diaria y democratizar el acceso del público en general a este tipo de instrumentos emitidos por el gobierno peruano.
- Se realizarán operaciones de reporte con los bonos soberanos nominales o reales y letras del tesoro. El objetivo de estas operaciones es empezar a afinar el manejo de tesorería e incrementar la demanda de estos instrumentos y por tanto su liquidez en el mercado de valores de deuda pública.
- Se fortalecerán los canales de comunicación con las agencias calificadoras de riesgo y con los inversionistas locales y extranjeros, a fin de mantenerlos informados sobre la evolución de los indicadores de deuda y las acciones u operaciones que se prevean realizar.

Para cuantificar el efecto de estas acciones en la gestión de la deuda del Gobierno Central se han definido algunos indicadores de seguimiento, cuyos valores han sido determinados a partir de distintos escenarios determinísticos para fijar un rango referencial de metas a alcanzar al final del año 2016:

Metas cuantitativas referenciales al cierre de 2016

Indicador	Posición estimada al cierre de 2015	Rango al cierre de diciembre de 2016
Porcentaje de soles en el portafolio	48,3%	49,3% - 62,3%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	46,5%	48,3% - 61,1%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	81,0%	74,6% - 81,0%
Vida media (años)	12,9	13,4 - 15,0
Reprecio medio (años)	11,7	11,5 - 14,3
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_ /	3,6%	3,7% - 3,5%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_ /	41,8%	53,4% - 78,6%

Fuente: MEF - DGETP.

ANEXO 2:

Riesgos y Oportunidades de la Infraestructura Tecnológica de los Sistemas de Operación del Mercado de Valores de Deuda Pública

Con la financiación de la Cooperación Suiza (SECO), el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) encargó a Bolsas y Mercados Españoles Innova (BME) y Analistas Financieros Internacionales (AFI) la realización de una consultoría internacional con el objetivo de determinar qué factores pueden potenciar un mayor desarrollo de este mercado y qué factores pueden suponer un obstáculo.

En ese contexto, se han identificado las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades (análisis DAFO) en cada uno de los eslabones de la cadena de valor del mercado doméstico de valores de deuda pública en el Perú al cierre de 2014 a través del estudio de la normativa existente, así como a través de sesiones de trabajo con los diferentes participantes y operadores involucrados en la cadena de valor:

a. Estructura de mercado y regulación

Resalta como fortalezas la estabilidad económica, el compromiso demostrado por el Tesoro con el desarrollo del mercado, la escasa dependencia financiera del Tesoro y el desarrollo de la curva soberana nominal y VAC con emisiones en todos los plazos.

Presenta como debilidades la falta de liquidez del mercado, la ausencia de una cultura inversora en títulos del Tesoro por parte del público, la necesidad de clarificación de la exención del IGV a las operaciones de reporte, el reducido papel de los valores de deuda pública en las operaciones de política monetaria, la asimetría de regulación respecto de las posiciones cortas y la ausencia de un mercado de derivados.

Dentro de las amenazas identificadas se halla la dolarización de la economía, el elevado peso de los extranjeros en las tenencias de valores de deuda pública y la oposición a la reforma por parte de los creadores de mercado.

Y se observa como oportunidades la incorporación minoristas como inversores estables, la normativa de requerimientos de activos líquidos para la gestión de la liquidez de las entidades de crédito.

b. Emisión y adjudicación de deuda pública

El estudio destaca entre las fortalezas el programa anual de emisiones del Tesoro, el cual está debidamente estructurado y publicitado desde 2013, lo que permite planificar a sus participantes sus estrategias de inversión para todo el año, fortaleza que se reduce si se modifica con una mayor frecuencia, pues, se pierde predictibilidad.

Por el lado de las debilidades se halla el volumen reducido de emisiones efectuado, reduciendo el atractivo para decisiones de inversión ágiles, pero ello se debe a la poca necesidad de financiación del Tesoro y a la necesidad de ayudar a la formación de precios con las subastas a la curva soberana y todas las otras tasas que la usan de referencia.

Destacan como amenaza cualquier cambio en la política actual del Gobierno respecto de la implementación de la estrategia de largo plazo, tanto frente a los inversionistas como frente a las agencias calificadoras de riesgo.

Entre las oportunidades se encuentran la posibilidad de ampliar más el número de participantes de cada subasta, que ya se ha duplicado en número desde que se empezó la reforma en 2013 y el desarrollo por parte del Gobierno de su propio módulo de subastas para emitir títulos del Tesoro, aprovechando que ya cuenta con un módulo a través del cual subastas los fondos de las entidades públicas, generando más competencia y transparencia.

c. Miembros del mercado: procesos operativos

Se destaca como fortaleza la existencia de criterios unificados de participación en los mecanismos centralizados de negociación al eliminarse los cupos y límites de contraparte que impiden una mayor competencia y favorecen una mayor posición de dominio. También destaca la existencia de criterios objetivos de valoración de la actividad de los creadores de mercado.

Entre las debilidades más importantes se encuentra el arbitraje regulatorio y la existencia de asimetría regulatoria respecto de las posiciones cortas en valores de deuda pública, permitida sólo a algunos tipos de entidades por ausencia de prohibiciones en su regulación.

Entre las amenazas se encuentra la posible salida de los creadores de mercado por considerar que las ventajas que tienen son insuficientes respecto de las obligaciones que deben cumplir para desarrollar el mercado de valores de deuda pública, aunque esto es poco probable por los incentivos y comisiones que cobran por esta línea de negocio.

Entre las oportunidades destaca la mayor interacción entre participantes del mercado al incrementarse el número de ellos, dados los cambios regulatorios implementados.

d. Estructura del mercado secundario: plataformas y formas de contratación

Destacan como fortalezas la nueva normativa que contempla todos los aspectos esenciales para asegurar el buen funcionamiento del mercado, la automatización del envío de información que se suministrará a la SMV, la exigencia de un sistema de garantías a los participantes del mercado y la próxima implementación de las operaciones de reporte para dar liquidez al mercado.

Entre las debilidades más importantes se encuentran la falta de un marco sancionador, particularmente entre los participantes de CAVALI, la laguna legal que existe para la supervisión de las subastas del MEF que se pudieran hacer en sistemas que no formen parte de un mecanismo centralizado, la segmentación del mercado y los mayores costos de acceso, y el vacío regulatorio que hay para el registro de operaciones entre un participante del mecanismo centralizado y uno que no lo sea.

Entre las amenazas más importantes resalta la posición de dominio que habría si sólo hay un mecanismo centralizado de negociación autorizado, la no aceptación de las reglas definidas por cada mecanismo centralizado autorizado para sus potenciales miembros, la segmentación de la liquidez al tener dos segmentos de contratación para creadores y no creadores, y las posibles incongruencias en los procedimientos de subasta entre diferentes mecanismos centralizados.

Entre las oportunidades más saltantes se encuentran la apertura a la competencia de nuevos prestadores de servicios de contratación para el mercado, la posibilidad de que la BVL se convierta en un mecanismo centralizado de negociación y el establecimiento de horarios de negociación no muy amplios para concentrar la liquidez de cada día.

e. Valoración de los instrumentos de deuda pública

En este eslabón destacan como fortalezas la publicación de precios de referencia de varios proveedores lo que facilita una mayor calidad de precios y rendimientos, así como el contar con metodologías y criterios de cálculo de valor de los instrumentos basados en la práctica internacional.

Entre las debilidades que se observan están las relacionadas a la valoración de los bonos VAC donde se evidencia que el mercado en ocasiones carece de la formación necesaria para valorar este tipo de instrumentos y también se observa la existencia del riesgo regulador en la valoración, pues, cualquier error afecta a todo un sector.

Dentro de las oportunidades se destaca la posibilidad de adoptar un sistema homogéneo de valoración de instrumentos de renta fija, especialmente útil para aquellos valores que no negocian por periodos largos de tiempo al corresponder a segmentos de mercado que los compran a vencimiento y donde las subastas frecuentes favorecen su formación de precios.

f. Información y transparencia

Entre las fortalezas de este eslabón de la cadena se encuentra la publicación del calendario de subastas de valores de deuda pública que incluye de manera anticipada los montos referenciales, así como que una mayor transparencia en la formación de precios ayuda a generar confianza en el mercado.

Entre las debilidades se encuentran la fragmentación de la información por no existir proveedores de información agregados que den precios únicos y la falta de mecanismos de control de las exigencias de transparencia a los mecanismos centralizados de negociación.

Dentro de las amenazas posibles se destaca la fuga de inversionistas extranjeros a otras plazas internacionales que exijan menos transparencia, salvo que contrapesese con menos riesgo de liquidación, menores costos transaccionales y más liquidez y profundidad.

En cuanto a las oportunidades destaca el crecimiento de la demanda interna de deuda pública a otros actores que no operan o no tienen acceso como las empresas privadas no financieras, las empresas financieras pequeñas, etc.

g. Sistemas de supervisión

Entre las fortalezas analizadas destacan las herramientas de control del cumplimiento normativo, aunque no está implementada su supervisión.

Dentro de las debilidades destacan la falta de normatividad para determinar la institución que recibe las quejas de los participantes del mercado de valores de deuda pública y la escasa formación del equipo del INDECOPI para resolver los casos de abuso en el mercado de valores de deuda pública y del mercado de valores en general.

Como amenazas se mencionan la falta de una adecuada supervisión al existir dos entes supervisores y la existencia de vacíos regulatorios, como la supervisión de las actividades en el mercado de valores de las entidades de crédito yendo a mecanismos no regulados o la concentración de la ley de mercado de valores sólo en mecanismos centralizados de negociación bursátiles.

Como oportunidades se destacan el establecimiento de los mecanismos de cooperación entre los supervisores y la creación de sistemas integrados de alerta temprana y de reportería.

h. Sistemas de custodia, registro, compensación y liquidación de valores de deuda pública

Destacan como fortalezas de este eslabón que el sistema cumple con los estándares internacionales de sistemas de liquidación, que la liquidación en su mayor parte se hace a través del banco central reduciendo el riesgo de crédito de la entidad liquidadora y que hay una gestión individualizada de las cuentas de valores, lo que evita el uso no autorizado de las cuentas que no tienen segregación de las cuentas de terceros.

Entre las debilidades más saltantes están la existencia de la figura de un banco liquidador como un agente más en el proceso de liquidación que puede atrasar la firmeza de las operaciones sino tiene una gestión eficiente de cuentas, la imposibilidad de CAVALI para cargar directamente en las cuentas de los bancos liquidadores, la imposibilidad de CAVALI de gestionar la liquidación de efectivo a través de las cuentas que tienen en el BCRP sus participantes directos e indirectos, la escasez de plazos para los procesos de liquidación con el BCRP (redundando en la indisponibilidad de valores o efectivo correspondientes para otras actividades del participantes) y la inexistencia de algoritmos adecuados.

De las amenazas identificadas resaltan los retrasos en las mejoras tecnológicas de los procesos de compensación y liquidación que puede hacer preferible el uso de depositarios internacionales, a los cuales podrían acceder sólo los inversionistas mayoristas locales, mientras que los inversionistas minoristas seguirían cautivos en un sistema que podría subir más sus costos por la pérdida de clientes mayoristas.

Se destaca como oportunidad el incremento de los ciclos en los que se liquidan las operaciones para liberar los valores o efectivos pendientes de liquidar en cada día, pues, más procesos haya más eficiente ser la liquidación.

ANEXO 3: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro

Enero 2016 4						
D	L	M	M	J	V	S
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
31						

Febrero 2016 5						
D	L	M	M	J	V	S
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29					

Marzo 2016 6						
D	L	M	M	J	V	S
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

Abril 2016 7						
D	L	M	M	J	V	S
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30

Mayo 2016 8						
D	L	M	M	J	V	S
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				

Junio 2016 9						
D	L	M	M	J	V	S
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30		

Julio 2016 10						
D	L	M	M	J	V	S
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
31						

Agosto 2016 11						
D	L	M	M	J	V	S
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31			

Setiembre 2016 12						
D	L	M	M	J	V	S
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	

Octubre 2016 13						
D	L	M	M	J	V	S
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					

Noviembre 2016 14						
D	L	M	M	J	V	S
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30			

Diciembre 2016 15						
D	L	M	M	J	V	S
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31



Subasta de letras para los plazos de referencia de 3 meses y 9 meses.



Subasta de letras para los plazos de referencia de 6 meses y 12 meses.



Subasta de bonos 12FEB2018 real, 12FEB2021 nominal, 12FEB2040 real y 12FEB2055 nominal.



Subasta de bonos 12FEB2019 nominal, 12FEB2026 nominal, 12FEB2030 real y 12FEB2054 real.



ESTRATEGIA DE
GESTIÓN GLOBAL
DE ACTIVOS Y PASIVOS

2015 - 2018