



PERÚ

Ministerio de  
Economía y Finanzas

Viceministerio de  
Hacienda

Dirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

“Decenio de las Personas con Discapacidad en el Perú”  
“Año de la Consolidación del Mar de Grau”

# MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

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

**2016 - 2019**

\* Este documento 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 y su aprobación fue recomendada por el Comité de Gestión de Activos y Pasivos aprobado por la Sexta Disposición Complementaria Final de la Ley N° 30116 como instancia que define los lineamientos y acciones para una adecuada gestión global de los activos y pasivos que conforman la Hacienda Pública.



PERÚ

Ministerio de  
Economía y Finanzas

Viceministerio de  
Hacienda

Dirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

## COMITÉ DE GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

### Presidente:

ALONSO SEGURA VASSI  
**Ministro de Economía y Finanzas**

### Miembros:

ROSSANA POLASTRI CLARCK  
**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  
Fernando Figueroa Manrique  
Josué Sifuentes Rodríguez  
Malcolm Stewart Robles  
Ángel Polo Rodríguez  
Karla Montes Girao

## INFORMACIONES

### Oficina de Relaciones con Inversionistas

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

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

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

### Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público

Teléfono (511) 311-5930 anexo 2802

Jr. Junín 319, piso 8° Lima 1 – Perú

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

30 de mayo de 2016



PERÚ

Ministerio de  
Economía y Finanzas

Viceministerio de  
Hacienda

Dirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

## Mensaje del Ministro de Economía y Finanzas

El manejo de la economía peruana ha continuado enfrentando nuevos desafíos que afectaron su crecimiento. Por el lado externo, la economía mundial ha mostrado un desempeño menos favorable debido al menor crecimiento observado en un contexto de alta incertidumbre sobre la subida de las tasas de interés en los EEUU y el menor crecimiento de China. Por el lado interno, la economía también se vio afectada por los menores términos de intercambio, la menor inversión privada, el impacto del Fenómeno del Niño y el proceso electoral.

Para combatir estos choques que causaron la desaceleración de la economía peruana en el 2015, se tuvo que tomar decisiones difíciles en términos de gasto público con el fin de apuntalar el mayor crecimiento. Estas decisiones, que incluyeron la decisión de pre financiar el presupuesto del año 2016 de manera oportuna, han permitido que la economía peruana se adecue al ciclo y recupere su liderazgo entre sus pares de la región, decisión complementaria al mayor esfuerzo fiscal orientado a reducir las brechas de infraestructura mediante la concesión e inicio de proyectos de inversión de gran envergadura.

Entramos en el 2016 manteniendo una calificación soberana de “A-” para la deuda en moneda nacional de la República y con una perspectiva estable con las tres agencias calificadoras de riesgo más importantes. La reciente información de la economía peruana muestra que los factores de oferta quedaron atrás y que la economía se encuentra en recuperación. Se espera que el crecimiento del 2017 se ubique en torno al 4,6% y que hacia el 2018-2020 la economía peruana entre a una fase de crecimiento sostenido en torno al 4%.

Así, el Perú mantiene sólidos fundamentos macroeconómicos, una deuda controlada y colchones de ahorros que respaldan la solvencia de la República ante cualquier caída inesperada de ingresos o situaciones de emergencia o de crisis internacional o desastres naturales. Por ello, estamos convencidos que, hacia adelante, se continuará con el trabajo necesario para mantener la calificación crediticia de “A-” que hemos obtenido desde el 2014 y, en lo posible, mejorarla en los siguientes años, a medida que vayamos cerrando las brechas con los estándares que manejan los países de la OCDE.

Alonso Segura Vasi  
Ministro de Economía y Finanzas



PERÚ

Ministerio de  
Economía y Finanzas

Viceministerio de  
Hacienda

Dirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

## **Mensaje del Director General de Endeudamiento y Tesoro Público**

Hace ya tres años presentamos por primera vez la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos para el periodo 2013-2016 como reflejo de nuestro profundo compromiso por fortalecer la transparencia y accesibilidad del mercado doméstico de valores de deuda pública, visión clave que asumimos para conducir la política de endeudamiento de la República en el marco de la gestión global de activos y pasivos que se empezó a implementar en 2011 con la fusión de la ex Dirección Nacional de Tesoro Público y la ex Dirección Nacional de Endeudamiento Público.

Los diferentes logros que hemos venido alcanzando en estos años han sido claramente reconocidos por los diferentes participantes del mercado y han contribuido decididamente a que la República mejore significativamente su calificación de riesgo soberano: a principios de 2011 la calificación de la deuda de la República emitida en moneda nacional tenía en promedio un “BBB”, pero desde fines de 2014 ya ostenta una calificación de “A-”.

Con las expectativas de continuar mejorando, en 2015 se continuó aumentando la oferta de letras y, pese a la volátil turbulencia en los mercados, se mantuvo la oferta de bonos para facilitar también el manejo de tesorería de las entidades financieras que participan en los diferentes segmentos del mercado. Asimismo, como parte de la estrategia de comunicación, se continuó con las reuniones trimestrales con todos los participantes del mercado local, a fin de recibir retroalimentación que ayude a consolidar el desarrollo del mercado en el marco de los lineamientos de política aprobados.

En ese mismo sentido, en adelante se continuará trabajando para atender las necesidades de la gestión financiera de la República y al mismo tiempo proveer una liquidez mínima al mercado que contribuya a preservar la estabilidad de las tasas de interés, ya sea mediante la recompra y reventa directa de títulos del Tesoro o en forma temporal a través de operaciones de reporte. Del mismo modo, se continuará trabajando en el desarrollo de un portal de educación financiera para que las personas de a pie puedan aprender a ahorrar comprando títulos del Tesoro, como lo hacen ya en otros países de la región, iniciativa que forma parte de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera.

Finalmente, tenemos el firme compromiso de continuar fortaleciendo el mercado de valores de deuda pública en soles, columna vertebral del mercado de capitales doméstico, y de seguir contribuyendo a mejorar la alta calificación de riesgo soberano de la República del Perú como condición necesaria no sólo para ayudar a preservar la estabilidad financiera, sino para mantener un clima favorable para la inversión, principal motor del crecimiento económico.

Carlos Blanco Cáceres  
Director General de Endeudamiento y Tesoro Público



## CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO .....	6
1. INTRODUCCIÓN .....	9
2. CALIFICACIÓN DE RIESGO SOBERANO.....	10
2.1. Evolución de la calificación crediticia del Perú.....	10
2.2. Fortalezas y debilidades frente a otros países .....	11
3. NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO .....	14
3.1. Potencial oferta de bonos soberanos.....	14
3.2. Demanda estructural de bonos soberanos .....	16
4. COYUNTURA Y PERSPECTIVAS EN LOS MERCADOS.....	17
4.1. Actividad económica .....	17
4.2. Tasas de inflación .....	19
4.3. Tasas de interés.....	20
4.4. Tipos de cambio .....	21
4.5. Perspectivas para la deuda soberana 2016.....	22
5. PROYECCIONES Y SIMULACIONES SOBRE INDICADORES DE LA DEUDA .....	23
5.1. Posición de deuda del Gobierno Central al 31.12.2015 .....	24
5.2. Escenarios para simular el rango de las proyecciones .....	25
5.3. Proyección del servicio y composición de la deuda bruta .....	26
5.4. Servicio y costo en riesgo de la deuda bruta.....	28
5.5. Indicadores de sostenibilidad determinística de la deuda bruta .....	29
5.6. Proyección del servicio y composición de la deuda neta.....	31
6. ESTRATEGIA 2017 - 2019.....	32
6.1. Gestión de activos .....	32
6.2. Gestión de pasivos.....	33
6.3. Gestión de tesorería.....	35
6.4. Estructura del mercado .....	36
ANEXO 1: Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda .....	38
ANEXO 2: Indicadores de deuda de Perú y otras economías en desarrollo.....	40
ANEXO 3: Indicadores de deuda de Perú y países miembros de la OCDE .....	41
ANEXO 4: Deuda pública: Evolución de los indicadores.....	42
ANEXO 5: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro .....	43

## RESUMEN EJECUTIVO

**La calificación de la deuda del Gobierno Central de la República del Perú se mantiene en el nivel de “alto grado de inversión” para la moneda local y en el de “grado de inversión” para la moneda extranjera, lo cual refleja la contribución de la estrategia de gestión de los activos y pasivos que se ha venido implementando.** En estos últimos 4 años la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos se ha focalizado en tratar de reducir o mitigar algunos de los principales factores de vulnerabilidad identificados por las agencias calificadoras de riesgo y las brechas de desarrollo del Perú frente a otros países referentes de igual o mejor calificación de riesgo, lo que ha sido reconocido con una calificación de “A-” en moneda nacional y de “BBB+” en moneda extranjera para dos agencias desde 2013 y para cuatro desde 2014.

**No obstante, todavía existen oportunidades de mejora importantes en varios indicadores que se hallan aún por debajo de la media de las economías emergentes con calificación de riesgo similar,** siendo estos indicadores principalmente la proporción de la deuda pública en moneda nacional de 64,7% y el nivel de desdolarización financiera de 68,4%. Asimismo, dado el compromiso asumido por la República del Perú de iniciar una agenda de mejoras para llegar a formar parte de la OCDE, también resulta relevante identificar las brechas existentes con estos países. Así, la media de los países de la OCDE tiene una proporción de deuda pública en moneda nacional en torno al 92,9% y un nivel de desdolarización financiera de 83,6%. Por tanto, ello representa un desafío para que la República continúe mejorando estos y otros indicadores, de manera que pueda estar más cerca del nivel de los países de la OCDE, en particular en un contexto adverso y donde el espacio fiscal para realizar políticas contracíclicas se ha reducido para la mayor parte de los países emergentes.

**Para el periodo 2016-2019 según el Marco Macroeconómico Multianual 2017-2019 (MMM) las necesidades de financiamiento del Sector Público No Financiero a ser cubierto mediante la emisión de bonos serán en promedio de S/ 8 575 millones.** De acuerdo a las proyecciones conservadoras realizadas, las cuales toman en cuenta como principal supuesto que la actual estructura del mercado doméstico de valores de deuda pública se mantiene, la demanda inercial o estructural de bonos soberanos por parte de los principales inversionistas institucionales (fondos de pensiones, bancos, seguros y fondos mutuos), las entidades no bancarias y los inversionistas no residentes requerirán en promedio bonos soberanos por un monto anual de S/. 9 800 millones durante el periodo 2016-2019, demanda suficiente para cubrir las necesidades de la República bajo esa modalidad de financiamiento.

**Las perspectivas de la coyuntura económica internacional continúan tornándose complicadas y desafiantes, pero con un sesgo favorable para el Perú.** En su último reporte de proyecciones macroeconómicas a nivel mundial (WEO), el FMI redujo la proyección de crecimiento del PBI de la economía global para el 2016, en particular para Latinoamérica que pasó de un crecimiento moderado de 0,8% (reporte de octubre 2015) a una caída de -0,5%. Sin embargo, en este escenario internacional negativo, la proyección del crecimiento del PBI del Perú se incrementó de 3,3% a 3,7% para el 2016, y para el 2017 se estima un crecimiento de 4,1%, lo cual genera una posición expectante que puede contribuir a mejorar la percepción de los inversionistas no residentes cuando tengan que evaluar su asignación de inversiones en países emergentes como el Perú.

**Bajo dicho contexto se elaboraron cuatro escenarios determinísticos consistentes con las proyecciones realizadas en el MMM 2017-2019 y las metas y reglas fiscales allí contenidos, cuyo objetivo es medir el efecto de los cambios en la deuda ante diferentes simulaciones.** En los resultados se recogen diferentes supuestos, entre ellos, 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 nacional e internacional que definirán el acceso y las condiciones en las que se captaría el nuevo endeudamiento, estableciéndose un rango referencial de los principales indicadores de seguimiento de la deuda bruta del Gobierno Central que se prevé alcanzar al cierre de 2019.

**PROYECCIONES REFERENCIALES DE INDICADORES DE LA DEUDA BRUTA DEL  
GOBIERNO CENTRAL AL CIERRE DE 2019 (\*)**

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2019
Porcentaje de soles en el saldo bruto	43,3% - 59,8%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	67,5% - 72,3%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	43,1% - 59,7%
Vida media (años)	11,4 - 13,4
Reprecio medio (años)	9,5 - 12,4
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/_	4,3% - 2,8%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/_	54,6% - 79,0%

Fuente: MEF- DGETP

(\*) Incluye derivados de cobertura.

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

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

**Ante dichos escenarios y las previsiones esquematizadas en las simulaciones, se proponen líneas de acción que buscan principalmente dinamizar el mercado de deuda pública y gestionar eficientemente los recursos públicos en el periodo 2016-2019.**

➤ **En la gestión de activos**

- 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.
- Implementación de una ventanilla de colocación y captación temporal de valores de deuda pública a través de operaciones de reporte.
- Mantenimiento de capacidad de respuesta ante escenarios recesivos o de emergencia con ahorros acumulados en el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF).
- Elaboración e implementación de lineamientos para la gestión de los recursos de la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL).
- Diseño de mecanismos para la utilización contingente de los fondos del Tesoro provenientes de fuentes de financiamiento diferentes de recursos ordinarios

➤ **En la gestión de pasivos**

- Aumento de la oferta de letras del Tesoro para ampliar la participación del segmento de mercado minorista a través de agencias de bolsa
- Aumento de la oferta de bonos del Tesoro i) en el tramo corto para el manejo de tesorería de bancos, cajas, aseguradoras generales y fondos mutuos, ii) en el tramo medio para atender demanda de bancos, fondos de pensiones y no residentes, y iii) en el tramo largo para atender los requerimientos de fondos de pensiones y aseguradoras de vida.
- Endeudamiento contracíclico con el fin de prevenir, mitigar y superar la ocurrencia temporal de choques adversos y promover prioritariamente el mercado doméstico.
- Realización de operaciones de administración de deuda para incrementar la liquidez en el mercado secundario de valores de deuda pública local en soles.
- Mantenimiento contracíclico de líneas de crédito disponibles con los organismos multilaterales y eventual emisión de bonos catástrofe como plan de contingencia.

- f) Diseño de mecanismos para incrementar la demanda de títulos del Tesoro por parte de inversionistas no residentes.

➤ **En la gestión de tesorería**

- a) Mejoras regulatorias para implementar la plena fungibilidad del dinero en la gestión de tesorería de las diferentes fuentes de financiamiento presupuestario.
- b) Desarrollo de un sistema de previsión diaria de recaudación en las cuentas del Tesoro y aumento de la eficiencia del sistema de cobranza del Estado.
- c) Consolidación del sistema de previsión diaria de pagos a ser cargados en las cuentas del Tesoro y aumento de la eficiencia del sistema de pagaduría del Estado.
- d) Implementación de normas que regulen a las entidades para proveer información sobre sus pronósticos de cobros y pagos, así como los términos y condiciones para operar con el Tesoro Público.

➤ **En la estructura del mercado**

- a) Estudio para determinar la viabilidad técnica y legal de crear un Programa de Creadores de Mercado para las letras del Tesoro.
- b) Desarrollo de un módulo de subastas de bonos y letras del Tesoro.
- c) Desarrollo de un sistema de liquidación y compensación internacional para las operaciones con bonos en soles para no residentes.

**Finalmente, se incluye el nuevo cronograma del Programa de Subastas Ordinarias del Títulos del Tesoro para el periodo 2017**, en el cual se establece las fechas de las subastas de letras y de bonos nominales y reales durante este periodo.



## 1. INTRODUCCIÓN

De acuerdo a los informes de opinión de la mayoría de agencias calificadoras de riesgo, la República del Perú es una de las pocas en la región que cuenta con la calificación riesgo soberano “A-”, una categoría de “alto grado de inversión”, para la deuda en moneda local emitida por su Gobierno Central. Este reconocimiento no fue fácil de lograr y ha resultado clave para que la República mejore las condiciones de captación de los fondos que requiere para financiar las necesidades fiscales a costos más competitivos, principalmente en el mercado local, fortaleciendo de esta manera el mercado de valores doméstico como uno de los principales pilares del sistema financiero local, con todas las externalidades positivas que ello representa para el resto de la economía.

En ese sentido, el rol del Ministerio de Economía y Finanzas, en lo que corresponde al mercado doméstico de valores de deuda pública, es el de propiciar que cada vez un mayor número de entidades financieras participen en las subastas que realiza (mercado primario) por cuenta propia o por cuenta de terceros para a su vez promover el incremento en el número de tenedores hábiles iniciales, condición necesaria para dar una potencial mayor liquidez a su subsiguiente negociación (mercado secundario). De este modo se logrará democratizar aún más su acceso para continuar ampliando la base de inversionistas, de manera que el mercado de valores sea cada vez más competitivo y contestable, como en otros países cuyos mercados son mucho más grandes, líquidos y profundos.

Desde el año 2011 el marco conceptual para la estrategia de gestión global de los activos y pasivos públicos propuesto y aprobado a través de sus principios, políticas, tácticas y demás lineamientos prospectivos complementarios<sup>1</sup>, no sólo consideró estos medios para continuar desarrollando el todavía pequeño mercado de valores de deuda pública doméstico peruano, sino que también respondió a la necesidad de institucionalizar la nueva posición del Ministerio de Economía y Finanzas en el mercado, brindando en adelante señales claras y acciones que redunden en beneficio de todos sus participantes.

En estos últimos tres años se han implementado muchas de las acciones que se han incluido en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, pero también hay otras acciones que aún están en proceso o pendientes de desarrollar. Los cambios introducidos con una visión prospectiva no siempre han sido de fácil entendimiento inicial para todos los participantes del mercado, pero ello ha sido también una oportunidad para mantener los canales de comunicación abiertos y obtener la retroalimentación correspondiente, inclusive desde antes de empezar las primeras reuniones trimestrales en junio de 2013, en el marco de las consultorías solicitadas al Fondo Monetario Internacional con apoyo de la Cooperación Suiza desde 2011. En general se ha obtenido de los inversionistas una respuesta favorable a estos cambios, aunque aún muy sujeta a los bruscos cambios de tendencia de los flujos de capitales internacionales, haciendo posible que el mercado de valores de deuda pública continúe creciendo sostenidamente en volumen, pero con una liquidez muy volátil por el aún limitado número de participantes locales cuyo perfil les permita operar naturalmente de manera contracíclica a través de todo el mercado financiero local.

De cara al futuro, resulta fundamental continuar con la implementación de mejoras a la infraestructura tecnológica de los sistemas del mercado doméstico de valores de deuda pública, tanto para eliminar sobrecostos y barreras que impiden una mayor competencia como para generar mayores economías de alcance y de escala en toda la cadena de valor, de modo que se facilite su acceso a una mayor cantidad de participantes, especialmente

<sup>1</sup> RD N° 016-2012-EF/52.03, RM N° 157-2013-EF/52, RM N° 245-2014-EF/52 y RM N° 398-2015-EF/52.

los no institucionales y, al mismo tiempo, se logre una mayor profundidad en la negociación de los títulos del Tesoro en el mercado secundario.

Sin perder lo logrado hasta el momento, y ratificando el rol del Ministerio de Economía y Finanzas para continuar con su compromiso de desarrollar el mercado doméstico de valores de deuda pública en el marco de su objetivo principal aprobado<sup>2</sup>, el presente documento destaca la alta calificación de riesgo soberano que ostenta actualmente la deuda del Gobierno Central de la República del Perú como condición necesaria no sólo para contribuir a preservar la estabilidad financiera, sino para mantener un clima favorable para la inversión, principal motor del crecimiento económico. Desde esa perspectiva, la posición de la República será la de continuar implementando mejoras para reducir las restantes brechas identificadas frente a los países de la región con similar calificación y a los países que se encuentran en el grupo de la OCDE que le son más afines, futuro cercano hacia donde el Perú se está orientando.

El resto del documento se organiza en cinco secciones. En la primera sección se revisa la evolución de la calificación de riesgo soberano y se analiza algunos indicadores del Perú frente a sus pares. En la segunda sección se analizan la oferta y la demanda de títulos del Tesoro. En la tercera y la cuarta secciones se hace un análisis de las perspectivas del mercado y se proyectan y simulan distintos indicadores de deuda que anualmente se reportan al Congreso, considerando los escenarios del Marco Macroeconómico Multianual vigente. Finalmente, en la quinta sección se detallan las acciones estratégicas más relevantes que se prevén implementar en el periodo 2016-2019.

## 2. CALIFICACIÓN DEL RIESGO SOBERANO

### 2.1. Evolución de la calificación crediticia de la República del Perú

Los lineamientos que se han venido definiendo e implementando desde fines del año 2011 tienen como principales criterios de legitimidad la reducción o mitigación de los principales factores de vulnerabilidad identificados por las diferentes agencias calificadoras de riesgo y las brechas de desarrollo subsistentes frente a otros países referentes de igual o mejor calificación de riesgo soberano que el Perú, para favorecer así la aceleración de la mejora de su propia calificación de riesgo.

Por consiguiente, las metas establecidas para la gestión global de la deuda y el ahorro públicos mantienen su posición alineada con la eventual obtención de mejoras adicionales en la calificación soberana a través de la mitigación de los principales factores de vulnerabilidad identificados (ver Cuadro N° 1). Es en este marco de actuación en el que se ha venido fortaleciendo la gestión de la deuda pública como parte de la política macroeconómica en general, reduciendo la vulnerabilidad de las finanzas públicas frente a los choques externos adversos y fortaleciendo el desarrollo del mercado de valores doméstico en general.

<sup>2</sup> Un manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas, minimizando el costo de los pasivos y maximizando el rendimiento de los activos, sujeto al nivel de riesgo máximo establecido por los lineamientos para la gestión global de activos y pasivos, para lo cual se debe profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local como principal medio para cubrir los temporales requerimientos financieros derivados de la gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería.

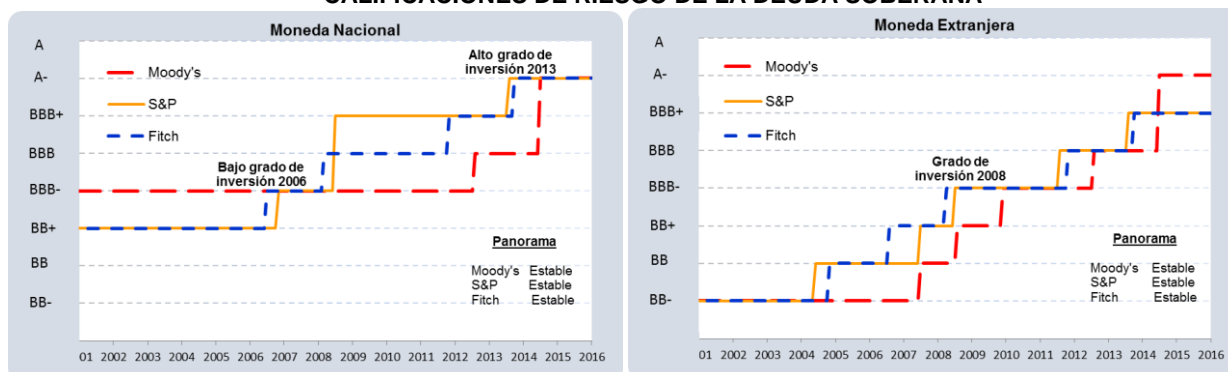
**Cuadro N° 1**  
**PRINCIPALES FACTORES DE VULNERABILIDAD IDENTIFICADOS**

FACTORES \ CALIFICADORAS	Standard & Poor's	Fitch Ratings	Moody's	Factores de coincidencia
Deficiencias estructurales institucionales / Factores políticos	X	X	X	3/3
Brechas en productividad, infraestructura, educación	X	X	X	3/3
Menor confianza de los inversionistas / Clima de negocios menos favorables	X		X	2/3
Concentración base tributaria / Informalidad			X	1/3
Dependencia del ciclo de materias primas / Flujos de capitales / Debilidad de cuentas externas	X	X	X	3/3
Dolarización financiera		X		1/3
Dolarización de la deuda pública	X	X	X	3/3
Desarrollo del sistema financiero y del mercado de valores local	X	X	X	3/3

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

Desde el año 2013 la calificación que ostenta el Perú es de “A-” para la deuda en moneda nacional y de “BBB+” para la deuda en moneda extranjera por parte de 2 agencias calificadoras de riesgo, acumulando un total de 6 subidas de calificación<sup>3</sup> entre el año 2011 y el año 2014. Estos resultados ubican al Perú como la economía con la segunda mejor calificación soberana a nivel de Latinoamérica.

**Gráfico N° 1**  
**CALIFICACIONES DE RIESGO DE LA DEUDA SOBERANA**



**Fuente:** Informes de clasificación del riesgo soberano del Perú de Fitch, Moody's y S&P

Y como la evolución de cada una de estas calificaciones asignadas se basa en valoraciones sobre las fortalezas y debilidades que mantiene la República del Perú como sujeto soberano de crédito, reviste particular interés analizar su evolución y comparación con otros países relevantes.

## 2.2. Fortalezas y debilidades frente a otros países

A pesar de que la deuda en moneda nacional del Gobierno Central de la República del Perú tiene una calificación de “A-”, es decir, tiene una calificación de alto grado de inversión, aún existen oportunidades de mejora importantes en varios indicadores con respecto a la media de las economías emergentes con calificación de riesgo soberano similar.

<sup>3</sup> En total 8 subidas de calificación se incluyen a las de las agencias clasificadoras de riesgo DBRS y Nice Ratings que, pese a no estar contratadas, hacen las mismas visitas periódicas que las otras 3 agencias.

Por ejemplo, según Fitch Ratings, la media de estos países con calificación BBB tiene una proporción de su deuda pública en moneda nacional respecto al total de la deuda pública bruta en torno al 64,7% y un nivel de desdolarización financiera<sup>4</sup> de 68,4%, mientras que el Perú tiene 52,4% y 63,0% respectivamente (ver Anexo N° 2). Sin embargo, la República del Perú muestra una gran fortaleza en la capacidad de pago de su deuda respecto del total de sus ingresos anuales, indicador que en el año 2015 alcanzó un 116,3%, mucho mejor que la media del grupo de economías con calificación de riesgo BBB que se ubicó en 180,7%.

A nivel latinoamericano, la desdolarización de la deuda pública de Brasil está en 92,7%, de México en 84,1%, de Chile en 82,8% y de Colombia en 77,7%. Igualmente, en lo relacionado a la desdolarización financiera, Brasil y Colombia prácticamente tienen todos sus depósitos en moneda local, mientras que Chile y México tienen un 83,6% y 84,0% del total de depósitos respectivamente (ver Cuadro N° 2).

**Cuadro N° 2**  
**PRINCIPALES INDICADORES DE PAÍSES DE REFERENCIA SELECCIONADOS**

Principales indicadores (%)	Perú	América Latina				Miembros OCDE				Promedios	
		Brasil	Chile	Colombia	México	Australia	Canadá	Finlandia	Nueva Zelanda	Países BBB	Países OECD
Deuda pública en moneda local / Deuda total	52,4	92,7	82,8	77,7	84,1	100,0	97,5	100,0	99,1	64,7	92,9
Deuda pública interna / PBI	9,1	62,1	14,1	28,9	25,7	34,5	85,7	62,6	35,3	31,0	49,0
Deuda pública / Ingresos del Gobierno	116,3	210,5	85,6	271,7	185,9	104,6	207,3	113,6	86,9	180,7	178,3
Crédito otorgado por el sector bancario / PBI	44,8	74,9	77,5	55,4	33,5	142,5	210,9	95,6	151,9	84,9	105,3
Negociación de acciones / PBI	1,6	26,7	10,5	4,6	9,9	48,4	75,3	0,0	4,3	27,6	120,4
Depósitos en el SF en MN / Depósitos totales en el SF	63,0	100,0	83,6	100,0	84,0	85,0	44,7	100,0	83,4	68,4	83,6
Presión tributaria (Ingresos del gobierno como % PBI)	20,1	31,6	20,5	16,2	19,3	34,5	37,7	55,5	35,0	29,2	41,0

**Nota:** La información de Chile y Colombia es del Gobierno Central, de México del Gobierno Federal y Perú del SPNF.

**Fuente:** Fitch Sovereign Data Comparator-Marzo 2016, Moody's Statistical Handbook- Mayo de 2016 y World Bank.

Asimismo, tomando en cuenta el compromiso del Perú de iniciar una agenda de reformas para llegar a formar parte de la OCDE, también resulta relevante identificar las oportunidades de mejora posibles en este frente. La media de estos países tiene una proporción de su deuda pública en moneda local en torno al 92,9% y un nivel de desdolarización financiera de 83,6%.

Por otro lado, en relación a su capacidad de pago, la media de las economías perteneciente a la OCDE alcanzó una deuda pública equivalente al 178,3% de sus ingresos públicos, aunque países productores de materias primas como Australia, Finlandia y Nueva Zelanda tenían un promedio de 101,7% (ver Cuadro N° 2 y Anexo N° 3), mientras que el Perú tuvo un 116,3%.

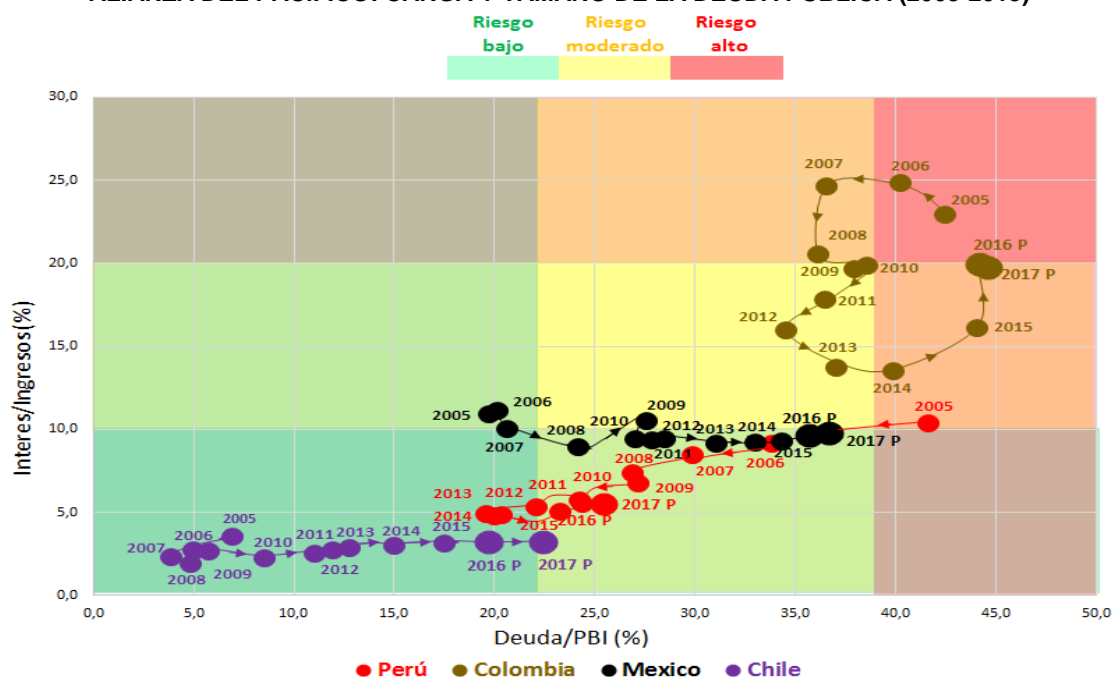
Finalmente, cuando se compara la trayectoria en los últimos 15 años de la situación fiscal del Perú y los demás países de la Alianza del Pacífico se observa que el espacio que tenían se ha venido reduciendo, evidenciando la necesidad de reformas para que los indicadores no se sigan deteriorando, especialmente los de los ingresos, en un contexto de desaceleración económica y bajos precios de las materias primas.

Por ejemplo, entre los años 2005 y 2013 se fue reduciendo su nivel de riesgo, llevando el tamaño relativo de su deuda pública de más del 40% del PIB a menos del

<sup>4</sup> Depósitos en moneda local / Depósitos totales

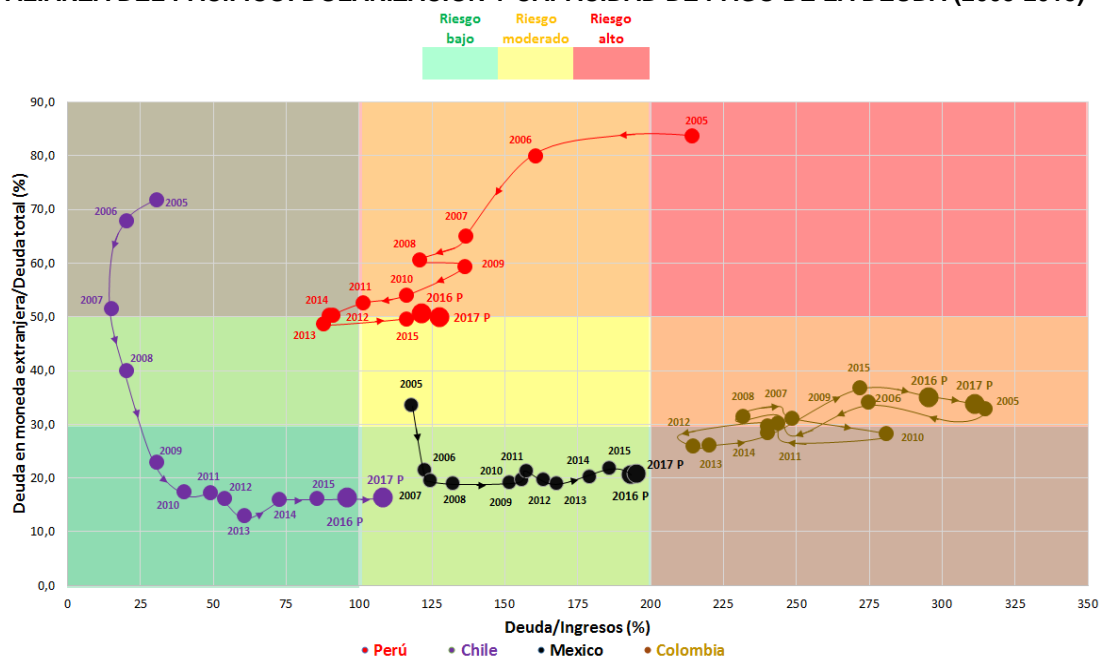
20% y su ratio de pago de intereses sobre ingresos públicos del 10% al 5%. Para el período 2015-2016, se puede ver que el Perú presenta un espacio fiscal muy similar al de los años 2010-2011 (ver Gráfico N° 2), sin considerar el efecto neto de desembolsos y reembolsos de principal de la deuda sobre el presupuesto.

**Gráfico N° 2**  
**ALIANZA DEL PACÍFICO: CARGA Y TAMAÑO DE LA DEUDA PÚBLICA (2005-2015)**



**Nota:** La información de Chile y Colombia es del Gobierno Central, de México del Gobierno Federal y Perú del SPNF.  
**Fuente:** Moody's.

**Gráfico N° 3**  
**ALIANZA DEL PACÍFICO: DOLARIZACIÓN Y CAPACIDAD DE PAGO DE LA DEUDA (2005-2015)**



**Nota:** La información de Chile y Colombia es del Gobierno Central, de México del Gobierno Federal y Perú del SPNF.  
**Fuente:** Moody's.

Por otra parte, cuando se revisa la dolarización y la capacidad de pago de la deuda pública (Gráfico N° 3), se puede apreciar que entre los años 2005 y 2015 el nivel de riesgo del Perú pasó del cuadrante de alto riesgo al moderado, esperándose que se mantenga en este cuadrante para fines del 2016, aunque con una capacidad de pago menor que la alcanzada entre los años 2013-2014.

### 3. NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO

#### 3.1. Potencial oferta de bonos soberanos

El MMM 2017-2019 publicado en abril de 2016 estimó, en concordancia con el balance fiscal esperado y el flujo de pagos de las amortizaciones de la deuda pública, los requerimientos de financiamiento del Sector Público No Financiero (SPNF) para los próximos tres años. En dichas previsiones se consignó aquella parte del financiamiento del Gobierno Central que se realizaría mediante la emisión de bonos internos y externos. Ver Cuadro N° 3.

**Cuadro N° 3**  
**FUENTES DE FINANCIAMIENTO EN BONOS DE LOS REQUERIMIENTOS**  
**DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(En millones de soles)

Año	Bonos internos	Bonos externos	Total
2016	7 473	3 927	11 400
2017	7 676	0	7 676
2018	10 294	0	10 294
2019	4 931	0	4 931

Fuente: MMM 2017-2019

Por otro lado, de acuerdo al Programa Anual de Concertaciones (PAC) para el año 2016 elaborado en el marco de la Ley N° 30374, Ley de Endeudamiento del Sector Público para el año fiscal 2016, el límite de endeudamiento asignado a la emisión de bonos en los mercados interno y externo asciende a un total de alrededor de S/ 14 667 millones (S/ 6 634 millones para emisiones internas y S/ 8 033 millones para emisiones externas).

Así, con cargo a dichas autorizaciones, al cierre del mes de abril de 2016 el componente de apoyo a la balanza de pagos había sido cubierto al 100% del monto autorizado con los importes que se prefinanciaron en el año 2015, principalmente a través de emisiones en moneda extranjera en los mercados internacionales, por un equivalente a S/ 11 830 millones, quedando completamente financiado ese componente de necesidades fiscales del año 2016 previsto en el MMM 2017-2019 (ver Cuadro N° 4).

En la Ley N° 30374, Ley de Endeudamiento del Sector Público para el año fiscal 2016 también se autoriza a financiar el componente de proyectos de inversión pública a cargo de diferentes entidades públicas hasta por un importe de S/. 6 445 millones y nuevos recursos para la Línea 2 y Ramal Av. Faucett - Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao por S/ 382 millones. Adicionalmente, están vigentes los saldos de años anteriores (DU N°005-2014<sup>5</sup> y DS. N° 322-2015 – Vía Costa Verde) por un importe total de S/ 1 080 millones, lo que hace un total de S/ 7 907 millones.

<sup>5</sup> Se está gestionando una nueva autorización porque la autorización del DU. N° 005-2014 alcanza sólo hasta el 2015.



**PERÚ**Ministerio de  
Economía y FinanzasViceministerio de  
HaciendaDirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

De este último importe, al cierre de abril se ha colocado S/ 1 387 millones, quedando un saldo por colocar de S/ 6 520 millones de este componente.

**Cuadro N° 4**  
**EMISIONES EN EL MARCO DEL PROGRAMA ANUAL DE CONCERTACIONES 2016**  
(En millones de soles)

(En millones de soles)										
Norma Legal	Concepto	Autorización bonos 2016			Ejecutado			Saldo		
		Interno	Externo	Total	Interno	Externo	Total	Interno	Externo	Total
PAC 2016										
Ley Nº 30374	Apoyo a la Balanza de pagos 1_/	3 252	4 587	7 839	0	0	0	0	0	0
	Proyectos de Inversión (FEN)	3 000	0	3 000	1 387	0	1 387	1 613	0	1 613
	Metro de Lima	382	0	382	0	0	0	382	0	382
	Proyectos de Inversión Pública	0	3 445	3 445	0	0	0	0	3 445	3 445
Sub total		6 634	8 033	14 667	1 387	0	1 387	1 995	3 445	5 440
Saldos del PAC 2014 y 2015										
DU Nº 005-2014	Proyectos de Inversión Pública 2_/	1 023	0	1 023	0	0	0	1 023	0	1 023
Sub total		1 023	0	1 023	0	0	0	1 023	0	1 023
DS Nº 322-2015	Vía Costa Verde	57	0	57	0	0	0	57	0	57
Sub total		57	0	57	0	0	0	57	0	57
TOTAL PAC 2016		7 714	8 033	15 747	1 387	0	1 387	3 075	3 445	6 520
Prefinanciamiento 2015 considerados en el MMM (*) 3_/										
Ley Nº 30283	Prefinanciamiento (bono global 2050)	0	0	0	0	1 946	1 946	0	0	0
	Prefinanciamiento (bono global 2027)	0	0	0	0	4 463	4 463	0	0	0
	Prefinanciamiento (bono global 2026)	0	0	0	0	4 587	4 587	0	0	0
	Prefinanciamiento (emisiones ordinarias)	0	0	0	834	0	834	0	0	0
TOTAL PREFINANCIAMIENTO 2015		0	0	0	834	10 996	11 830	0	0	0

(\*) Tipo de cambio promedio de 3,57 consignado en el MMM 2017 – 2019 para el año 2016.

1./ La ejecución que corresponde al apoyo a la balanza de pagos se completó con las operaciones de prefinanciamiento de 2015.

2./ Se está gestionando una nueva autorización para usar dicho saldo.

3./ El financiamiento requerido en el MMM 2017-2019 para el año 2016 asciende a S/ 11 400 millones.

Fuente: MEF - DGETP

**Cuadro N° 5**  
**EMISIONES EN EL MARCO DE LOS REQUERIMIENTOS FINANCIEROS DEL MMM PARA 2017**  
(En millones de soles)

(En millones de soles)										
Norma Legal	Concepto	Requerimientos 2017 1./			Ejecutado			Saldo		
		Interno	Externo	Total	Interno	Externo	Total	Interno	Externo	Total
Prefinanciamiento 2016 considerados en el MMM (*)										
Ley Nº 30374	Pre-financiamiento (global 2030 en euros)	6 041	0	6 041	0	3 819	3 819	6 041	-3 819	2 222
	Pre-financiamiento (emisiones ordinarias)	0	0	0	2 110	0	2 110	-2 110	0	-2 110
TOTAL PREFINANCIAMIENTO 2016		6 041	0	6 041	2 110	3 819	5 929	3 931	-3 819	112

(\*) Tipo de cambio promedio de 3,57 consignado en el MMM 2017 – 2019 para el año 2016.

1./ El importe corresponde al consignado en el MMM 2017 – 2019 para apoyo a la balanza de pagos.

Fuente: DGETP

En la medida que las necesidades de financiamiento para el componente de apoyo a la balanza de pagos del año 2016 han sido totalmente cubiertas, se empezó a prefinanciar los requerimientos financieros del año 2017, cuyo importe, alcanzaría alrededor de S/ 6 041 millones. Al 30 de abril de 2016 se había prefinanciado un monto total de S/ 5 929 millones quedando un saldo de S/ 112 millones.

Por tanto, considerando las emisiones realizadas en lo que va del año para cubrir los requerimientos financieros del ejercicio 2016 así como para prefinanciar las necesidades del 2017, se prevé emitir aproximadamente S/. 6 520 millones más S/ 112 millones, adicionalmente de lo que se pueda emitir localmente para captar financiamiento contracíclico que pueda ser utilizado en situaciones de emergencia y contribuya a dinamizar el mercado de capitales local en el marco del PAC 2017 que se vaya a aprobar.

### 3.2. Demanda estructural de bonos soberanos

Se ha estimado la demanda de bonos soberanos considerando los efectos de diversos factores como el crecimiento del saldo de fondos totales<sup>6</sup>, la participación de los bonos soberanos en la estructura de fondos<sup>7</sup>, el cambio de bonos que vencen por nuevas emisiones de bonos<sup>8</sup>, el límite operativo de inversión de los fondos de pensiones en el extranjero<sup>9</sup>, la adecuación de Basilea III en el Perú<sup>10</sup>, el saldo de certificados del BCRP<sup>11</sup>, la mejor calificación crediticia de los títulos del Tesoro<sup>12</sup> y la variación del tipo de cambio<sup>13</sup>.

**Cuadro N° 6**  
**MONTO DE DEMANDA POTENCIAL DE BONOS SOBERANOS PERIODO 2016-2019**  
(En millones de soles)

Años	Fondo de pensiones	Bancos	Seguros	Fondos mutuos	Total
2016	2 517	1 880	812	762	5 971
2017	4 638	1 534	878	269	7 318
2018	3 485	1 017	1 005	196	5 702
2019	3 238	1 074	1 113	375	5 800

Fuente: Dirección de Análisis y Estrategia - DGETP.

Asumiendo que se mantiene la actual estructura del mercado de deuda pública y la

- <sup>6</sup> En la medida en que se incrementen vegetativamente los fondos que manejan los inversionistas se presenta un crecimiento proporcional en la demanda por los distintos instrumentos de inversión (acciones, bonos, etc.), incluidos los bonos del Tesoro.
- <sup>7</sup> Los inversionistas institucionales suelen mantener una estructura de inversión que observa límites de concentración y diversificación impuestos como parte de sus políticas de riesgo, las cuales suelen tener muy pocos cambios en el tiempo y por tanto el crecimiento de sus fondos aumenta en forma proporcional la demanda por títulos del Gobierno dentro de su portafolio.
- <sup>8</sup> La redención de bonos soberanos emitidos es reemplazada por los mismos instrumentos (nuevas emisiones) de manera que los inversionistas institucionales pueden mantener la participación de estos papeles en sus fondos en forma independiente del aumento gradual de sus tenencias.
- <sup>9</sup> Actualmente, los niveles de participación (14%) que tienen los bonos soberanos dentro de sus patrimonios administrados se encuentran muy por debajo de los límites máximos de inversión en instrumentos emitidos o garantizados por el Estado peruano individualmente (30%) o de manera conjunta con el BCRP (40%).
- <sup>10</sup> La SBS está progresivamente exigiendo a las entidades de crédito una mayor cantidad de activos líquidos de alta calidad (siendo uno de estos activos los valores representativos de deuda emitidos por el Gobierno) para poder cumplir con su ratio de cobertura de liquidez (por ejemplo, al cierre del año 2015 debía ser como mínimo 80%).
- <sup>11</sup> La velocidad del incremento o disminución del saldo de CDBCRP constituye una de las herramientas que utiliza el BCRP para mantener un adecuado nivel de liquidez en la economía. En caso el saldo de CDBCRP disminuya, se genera una demanda adicional por títulos libres de riesgo de corto plazo que pueden ser cubiertos con títulos del Tesoro y viceversa.
- <sup>12</sup> Cuando las agencias calificadoras de riesgo mejoran la calificación asignada a la deuda pública, que actualmente se halla en "A-" con cuatro de cinco agencias, ésta tiene un impacto positivo (y viceversa) en la futura demanda por parte de los inversionistas no residentes por los bonos soberanos peruanos.
- <sup>13</sup> Cuando se generan expectativas de apreciación de la moneda local con respecto al dólar estadounidense, se incrementa el atractivo por adquirir bonos soberanos emitidos en soles, lo que a su vez ayuda a consolidar la diferencia de rendimiento efectivo que puedan obtener los inversionistas en términos de dólares equivalentes.



proyección de crecimiento inercial de los fondos que manejan cada uno de los inversionistas locales, se estimó el monto aproximado de demanda para un escenario conservador que podría generarse en el periodo 2016-2019 por parte de los principales demandantes locales (ver Cuadro N° 6).

**Cuadro N° 7**  
**DEMANDA POTENCIAL CONSIDERANDO NO RESIDENTES Y EMPRESAS NO BANCARIAS**

Periodos	Institucionales	No bancarios	No residentes	Total
2016	5 971	95	3 394	<b>9 460</b>
2017	7 318	62	4 215	<b>11 565</b>
2018	5 702	50	3 328	<b>9 080</b>
2019	5 800	54	3 431	<b>9 286</b>

Fuente: Dirección de Análisis y Estrategia - DGETP.

Agregando a este resultado la demanda potencial de las entidades de crédito distintas a bancos y el componente de los inversionistas no residentes (asumiendo la mediana histórica de sus tenencias de 37,17%), la demanda potencial sería la que se muestra en el Cuadro N° 7.

En la medida que existe una demanda estructural significativa de títulos del Tesoro por parte de los inversionistas locales e internacionales, se puede continuar priorizando la emisión de bonos soberanos en el mercado doméstico para el nuevo endeudamiento, lo que permitirá seguir consolidando el mercado de valores de deuda pública en volumen y profundidad para equipararlo con otros mercados de la región, aunque como se verá más adelante los efectos del proceso de normalización de las políticas monetarias de los países más desarrollados puede generar turbulencia y volatilidad en la demanda por bonos en monedas locales de países emergentes.

Cabe mencionar que el impacto sobre la demanda del cambio legal que permite la devolución del 95,5% de los fondos que tengan los afiliados próximos a jubilarse se estima, en el extremo, de unos S/ 325 millones o S/ 232 millones, considerando los datos de la SBS sobre nuevos pensionistas, pensiones promedio mensuales, expectativas de vida y la participación de los bonos del Tesoro en los fondos de pensiones tipo 1 o en los fondos de las aseguradoras de rentas vitalicias respectivamente, es decir, que nadie deja de pedir la devolución de sus fondos.

## 4. COYUNTURA Y PERSPECTIVAS EN LOS MERCADOS

### 4.1. Actividad económica

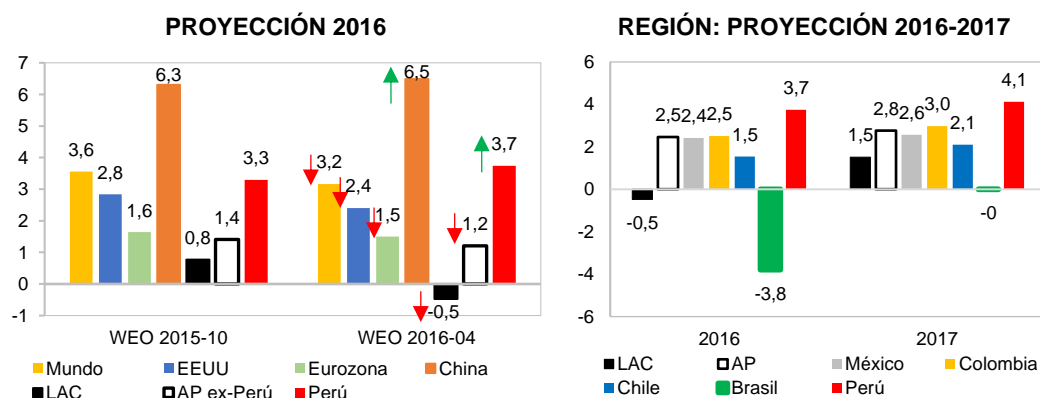
La economía mundial atraviesa desde hace varios años por lo que en diferentes foros se ha denominado la “nueva normal” (the new normal), un proceso en el que después de la crisis financiera del 2008-2009 resultó en (i) una contracción del potencial de las economías a lo largo y ancho del globo, (ii) un lento crecimiento, (iii) una menor productividad total de factores, (iv) poca generación de empleos, (v) un menor apalancamiento financiero, y (vi) una necesidad de una mayor participación de los gobiernos en sus respectivas economías.

Durante el año 2015, los desempeños de las deudas soberanas de los países emergentes se vieron afectados por una mayor volatilidad en los mercados de capitales debido a (1) el menor crecimiento de la economía China, (2) la incertidumbre en los

mercados financieros asociada a la subida de tasas por parte de la Reserva Federal de EEUU, (3) la fuerte disminución del precio del petróleo y otras materias primas, (4) la depreciación y alta inflación en las economías exportadoras de materias primas y (5) la baja inflación en las economías avanzadas.

Por consiguiente, el contexto global para el 2016 sería uno de menor crecimiento. El Marco Macroeconómico Multianual<sup>14</sup> (MMM) espera un crecimiento para el mundo de 3% en el 2016 (3,1% en el 2015) y 3,2% en el 2017. Por su parte, el FMI<sup>15</sup> redujo su pronóstico para el 2016 a 3,2% y para el 2017 a 3,5%, debido a la ralentización del crecimiento de las economías avanzadas y a la caída de América Latina que se espera retroceda -0,5% en el 2016 (-0,1% en el 2015) para recuperarse lentamente a 1,5% en el 2017.

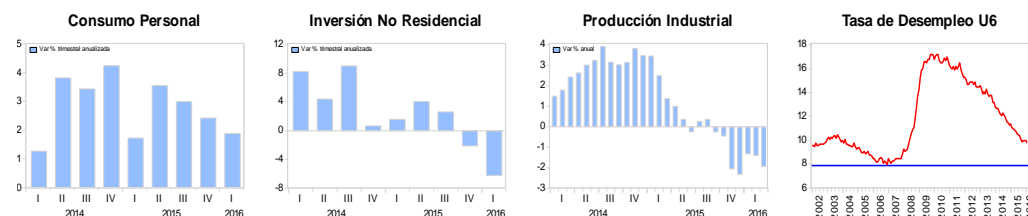
**Gráfico Nº 4**  
**FMI: PROYECCIONES DE CRECIMIENTO**



**Fuente:** FMI "Perspectivas de la economía mundial" (WEO) abril 2016

Hacia adelante, el potencial restablecimiento de las condiciones financieras en los EEUU impactará en el flujo de capitales y en el costo del acceso a los mismos. El momento de la subida de tasas por parte de la Reserva Federal se dará en la medida que la baja inflación de hoy en las economías avanzadas se acerque a las metas de los bancos centrales.

**Gráfico Nº 5**  
**TEMORES DE LA RESERVA FEDERAL SOBRE LA ECONOMÍA DE EEUU**



**Fuente:** Bloomberg, Fed minutas de abril 2016

En los EEUU la Reserva Federal indica que existe la posibilidad de una subida de tasas en sus siguientes reuniones basada en una tasa de desempleo oficial de 5%, una tasa de inflación en torno a 1,1% y la inflación subyacente en 2,1%. Sin embargo, lo que podría demorar el momento de la subida, según la minuta de abril, serían las

<sup>14</sup> Ministerio de Economía y Finanzas Marco, Macroeconómico Multianual 2017-2019, abril 2016.

<sup>15</sup> Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, abril 2016.

preocupaciones que tiene acerca de la desaceleración del PBI, del consumo personal, de la caída de la inversión no residencial, de la producción industrial, y de la tasa de desempleo U-6 que aún se encuentra casi 2 puntos porcentuales (9,7%), por encima de su momento precrisis (7,9%). Una mejora de estos indicadores aseguraría la subida de tasas. Para el 2016-2017 el MMM espera un crecimiento de 2,5% y de 2,4% para el 2018-2019.

**Cuadro N° 8**  
**PERÚ: PROYECCIONES DEL PBI**

Año	FMI	Encuesta del BCRP			MEF
	WEO Abril	Analistas Económicos	Sistema Financiero	Empresas no financieras	MMM 2017-2019
2016	3,7%	3,6%	3,5%	3,6%	3,8%
2017	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,6%
2018	3,6%	4,2%	4,0%	4,5%	4,0%
2019	3,5%	-	-	-	4,0%

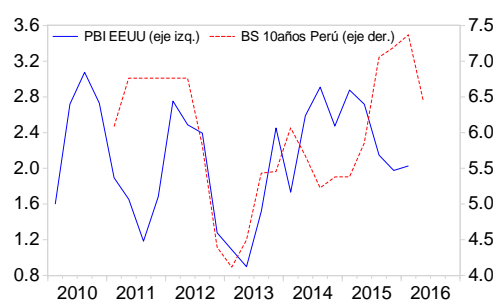
Fuente: FMI WEO abril 2016, BCRP encuesta de 29 de abril 2016, MEF

Por su parte, las proyecciones de crecimiento económico anual en el Perú para los años 2016 a 2018 son auspiciosas. Según el MMM, el PBI crecería en un rango de 3,8% en el 2016, 4,6% en el 2017, y 4% en el periodo 2018-2019. Según la encuesta del BCRP los analistas económicos esperan un crecimiento de 3,6% a 4,2% para el periodo 2016-2018. Por otro lado, un poco más conservador y con revisión al alza, el FMI espera un crecimiento de 3,7% a 3,5% en el periodo 2016-2019, en un rango de crecimiento para los países de la Alianza del Pacífico de 2,5%-3,2% en el periodo 2016- 2019. Adicionalmente, el MMM espera que los principales socios comerciales de Perú crezcan 1,4% en el 2016 por debajo del 1,8% del 2015, y que se recupere el crecimiento a un promedio en torno a 2% en el periodo 2017-2019.

#### *Impacto sobre la deuda soberana en soles*

El menor crecimiento de los EEUU con tasas en torno a 2% puede llevar a menores rendimientos de los bonos soberanos en soles de Perú en torno a 5,5%, pero un rebote de la economía de EEUU a un crecimiento en el rango de 2,4%-2,8% anual llevaría a los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años a un rango en torno 6,5% y 7%.

**Gráfico N° 6**  
**PBI de EEUU vs. Bonos Soles 10 años**



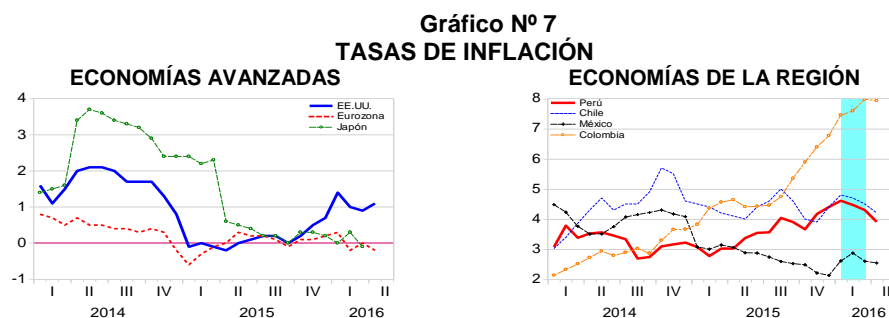
Fuente: Bloomberg

## 4.2. Tasas de inflación

La tasa de inflación en las economías más desarrolladas ha disminuido en gran parte por la caída de los precios del petróleo y otras materias primas. Se espera que la

tasa de inflación converja al 2% en las economías avanzadas.

En las economías emergentes exportadoras de materias primas, los menores precios del petróleo han sido opacados por la depreciación de sus monedas ocurrida ante menores precios de materias primas de exportación, menores ingresos de divisas, mayores tasas de inflación y que llevó a los bancos centrales a subir sus tasas de interés. Se espera que las tasas de inflación se moderen en los rangos de metas de inflación de los bancos centrales.

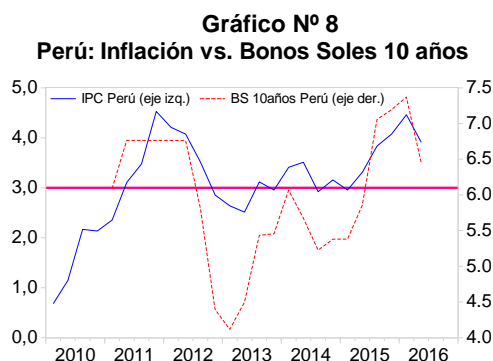


Fuente: Bloomberg

En el Perú, con las expectativas de inflación local ancladas en torno al 3,5% en el 2016, se espera que el BCRP continúe con sus alzas de tasas de referencia para contener y anclar las expectativas inflacionarias y para responder ante una posible subida de las tasas de interés de la Fed. Asimismo, las expectativas del tipo de cambio indican una depreciación del dólar de 7% en el 2016 hasta S/ 3,65 por dólar. Del 2017 en adelante, el mercado espera que la tasa de inflación converja al rango meta del BCRP, y que para el 2018 se alcance la banda superior de la meta inflacionaria de 3%.

#### *Impacto sobre la deuda soberana en soles*

Una inflación en torno a 4% anual en el Perú se refleja en rendimientos de los bonos soberanos en soles a 10 años en el rango de 6,75% a 7,25%, y tasas de inflación de 3% implican rendimientos en torno a 5,4%.



Fuente: Bloomberg

### **4.3. Tasas de interés**

En los países avanzados donde se mantienen tasas de interés bastante bajas (e

incluso negativas en la Eurozona y Japón) gracias a políticas monetarias acomodaticias, se espera por un lado que en EEUU la Reserva Federal eleve su tasa hasta 1% este año, que el Banco Central Europeo mantenga su tasa en 0,0% en el 2016 e incluso en el 2017, y que el Bank of Japan reduzca su tasa de interés a un nivel más negativo pudiendo llegar a -0,30% en el 2016.

**Cuadro N° 9**  
**PROYECCIONES DE TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA A ABRIL DE 2016**

Institución	País o Región	Actual **	2016	2017*
FED	EE.UU.	0,25-0,50	0,95	1,5
BCE	Eurozona	0,0	0,0	0,0
BOJ	Japón	-0,1	-0,3	-0,35
BCB	Brasil	14,25	13,4	11,9
BCRP	Perú	4,25	4,5	4,5

\* Proyección al 3er trimestre del 2017.

\*\* A abril del 2016.

Fuente: Bloomberg.

En la región LA5<sup>16</sup> se espera que las tasas continúen al alza para amortiguar la inflación generada por la depreciación ante los menores precios de exportación y la posible alza de tasas en EEUU entre junio y diciembre de 2016.

#### *Impacto sobre la deuda soberana en soles*

En el Perú, la tasa de interés de referencia del BCRP se espera que pueda tener entre dos y tres incrementos a lo largo del año, pudiendo cerrar el 2016 en torno a 4,50%. La posibilidad de que el BCRP incremente su tasa de referencia dependerá de las presiones inflacionarias (y cuanto se moderen) y del desempeño del tipo de cambio. Por lo tanto, mayores tasas de interés del BCRP conducirán a mayores rendimientos de los bonos soberanos en soles.

#### **4.4. Tipos de cambio**

La subida de la moneda estadounidense que comenzó desde mediados del año 2014, se ha revertido a inicios del año 2016 en medio de una lenta recuperación de la economía de EEUU. Para el 2016, las expectativas del mercado para el euro respecto al dólar es que éste cierre en 1,1 dólares por euro, con una ligera tendencia apreciatoria para el euro en relación al cierre del año 2015.

**Cuadro N° 10**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS DEL TIPO DE CAMBIO SOL/DÓLAR**

Fecha de encuesta 29 de abril de 2016	Analistas Económicos	Sistema Financiero	Empresas no financieras
Expectativas anuales 2016	3,52	3,50	3,50
Expectativas anuales 2017	3,63	3,50	3,54
Expectativas anuales 2018	3,65	3,60	3,60

Fuente: BCRP

Para el caso de las economías emergentes exportadoras de materias primas (Brasil, Rusia, Colombia, Perú, Chile, México), los menores precios de materias primas han llevado a importantes depreciaciones de sus monedas y dado fuerza a la inflación, y se espera que este escenario continúe en la medida que sigan enfrentando menores precios de exportación. También existe el riesgo que la entrada de capitales que se

<sup>16</sup> Brasil, México, Colombia, Chile y Perú.

vio al comienzo del 2016 se revierta ante la expectativa de que la Reserva Federal suba su tasa de referencia hasta en dos oportunidades este año, lo que generaría una mayor depreciación en la región.

**Cuadro N° 11**  
**EXPECTATIVAS SOBRE TIPOS DE CAMBIO CON RESPECTO AL SOL**

Moneda	Tipo de cambio	2Q-2016	3Q-2016	4Q-2016	1Q-2017
Dólar	PEN/USD	3,46	3,49	3,55	3,58
Euro	PEN/EUR	3,806	3,839	3,905	3,938
Yen	PEN/JPY	3,09	3,06	3,09	3,09

Fuente: Bloomberg

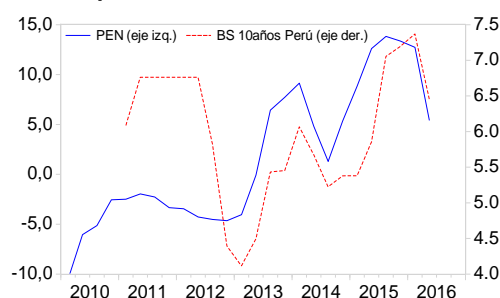
En el Perú, el tipo de cambio del sol con respecto al dólar se depreció 14,6%<sup>17</sup> al cierre de diciembre de 2015 respecto al 2014. Para el 2016, se espera una alta volatilidad y que el tipo de cambio cierre el año en torno a S/ 3,55.

#### *Impacto sobre la deuda soberana en soles*

El sol seguirá mostrando un comportamiento volátil y mixto influenciado por el desempeño de la economía estadounidense y por las expectativas de incremento de tasas por parte de la Reserva Federal lo cual influirá sobre el apetito de los agentes por activos denominados en dólares. Por el contrario, en caso los incrementos de tasas en dólares demoren en materializarse, se continuará viendo la movilización de capitales de corto plazo hacia mercados latinoamericanos de mayor riesgo en busca de mayores rendimientos y el tipo de cambio a la baja.

Una depreciación del sol afecta al alza los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años. Una mayor depreciación del sol dependerá de la posible normalización de la política monetaria en los EEUU, la cual debería darse con mayor certeza a partir del 2017, por lo que las fuerzas depreciatorias impactarían sobre los retornos de los bonos a 10 años llevándolos al alza por encima del 7%.

**Gráfico N° 9**  
**Perú: Tipo de Cambio vs. Bonos Soles 10 años**



Fuente: Bloomberg

#### **4.5. Perspectivas para la deuda soberana 2016**

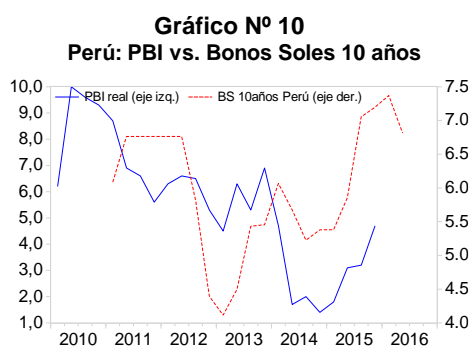
En el 2016, el comportamiento de los rendimientos de los bonos soberanos en moneda local de los países LA5 estará acorde con los cambios en la percepción de riesgo a nivel global, de forma tal que se den periodos de (a) mayores rendimientos ante la expectativas de incrementos en las tasas de política monetaria por parte de

<sup>17</sup> Fuente Bloomberg.

la Reserva y salida de capitales de las economías emergente, y (b) menores rendimientos ante la demora de los incrementos de tasas por parte de la Reserva y mayor demanda por parte de los inversionistas extranjeros que buscan mayores retornos.

Para el largo plazo se prevé un crecimiento moderado para los rendimientos de los bonos soberanos en dólares de emergentes, debido a las expectativas positivas en torno a la economía estadounidense y al posible vuelo a la calidad (“flight to quality”) por parte de los tenedores no residentes de deuda pública peruana.

Aunque debería jugar como viento a favor un mejor crecimiento de la economía peruana reduciendo los rendimientos de la deuda soberana en soles al mejorar la percepción de riesgo de Perú y atraer capitales que apreciarían el sol, por otro lado, este mejor crecimiento implicará mayores tasas por parte del BCRP que presionarían al alza los rendimientos de los bonos soberanos.



Fuente: Bloomberg

## 5. PROYECCIONES Y SIMULACIONES SOBRE INDICADORES DE LA DEUDA

La gestión de pasivos tradicionalmente está dirigida a mitigar el futuro riesgo de liquidez que pueda generarse a partir de la concentración de vencimientos, por lo que se busca suavizar su perfil y mejorar, en forma flexible, el mayor costo financiero asociado al riesgo que innecesariamente pudiera originar un volumen de refinanciación más alto en los mercados financieros, en el marco de una gestión global de activos y pasivos. Para ello, anualmente se vigilan los mismos indicadores de riesgo de la deuda bruta del Gobierno Central y el impacto de las principales acciones tácticas que se proponen llevar a cabo como parte de la implementación de la gestión de la deuda.

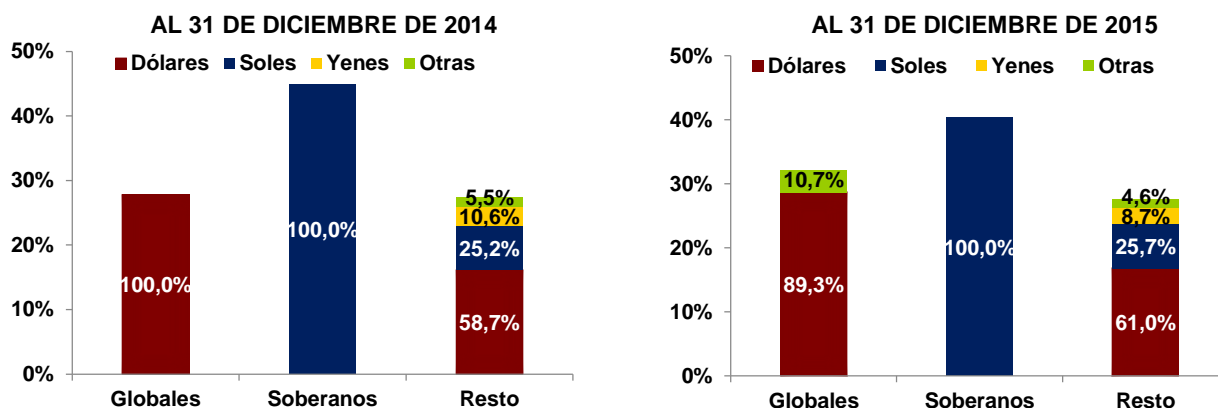
En la determinación de estos indicadores se contempla no sólo las proyecciones de la deuda bruta, sino también las proyecciones del MMM 2017-2019, así como las metas y reglas fiscales contenidas ahí, sin perder de vista el escenario apuesta del análisis prospectivo efectuado al 2030. Así, hacia el 2019 se simula 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 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. Adicionalmente, a partir del escenario base se ha generado un nuevo escenario adicional para cuantificar algunos indicadores de la deuda neta.



## 5.1 Posición de deuda del Gobierno Central al 31.12.2015

El nivel de deuda del Gobierno Central alcanzado al 31.12.2015 revela que la posición de la moneda local en su estructura cerró en 47,4%.

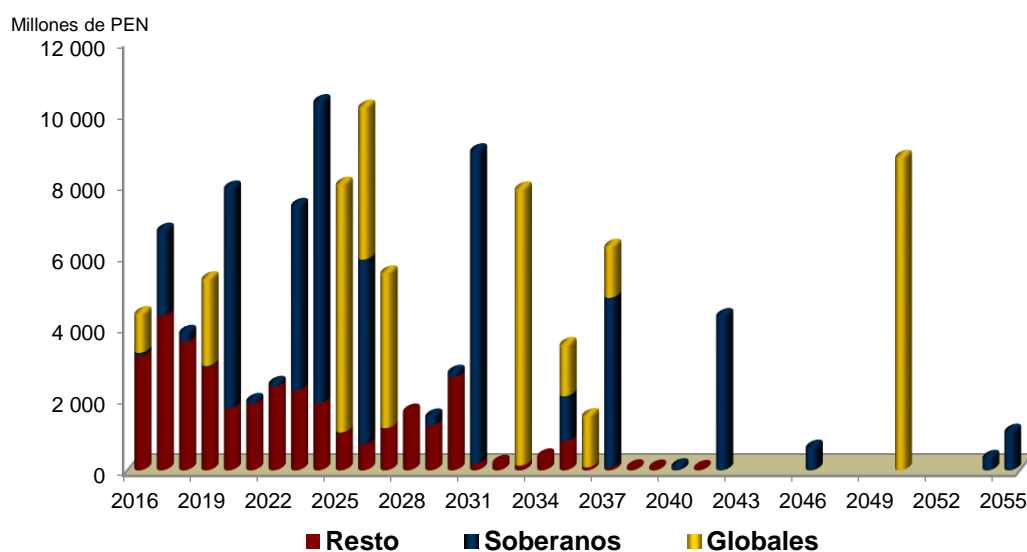
**Gráfico N° 11**  
**POSICIÓN DE DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL POR MONEDAS Y TIPO DE BONOS**



Fuente: MEF - DGETP.

A esa misma fecha, el perfil de pago de amortizaciones mostraba que hasta el año 2020 se deberá pagar el 23% del total de vencimientos de principal (56% del 23% corresponde al pago de obligaciones distintas a bonos soberanos y globales). Hasta el año 2027 se vencerá el 60% del total de principal adeudado. Por consiguiente, aun cuando la vida media<sup>18</sup> del total de la deuda bruta del Gobierno Central es muy alta (12,8 años), el riesgo de refinanciamiento se puede presentar en determinados años con concentración de amortizaciones importantes.

**Gráfico N° 12**  
**PERFIL DE VENCIMIENTOS DE DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL**



Fuente: MEF - DGETP.

<sup>18</sup> Expresa el plazo promedio ponderado (en años) en el que el prestatario debe reembolsar a sus acreedores las amortizaciones en términos nominales de los préstamos recibidos.



## 5.2 Escenarios para simular 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 simulado 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. En el Cuadro N° 12 se presenta un resumen de los principales supuestos asumidos.

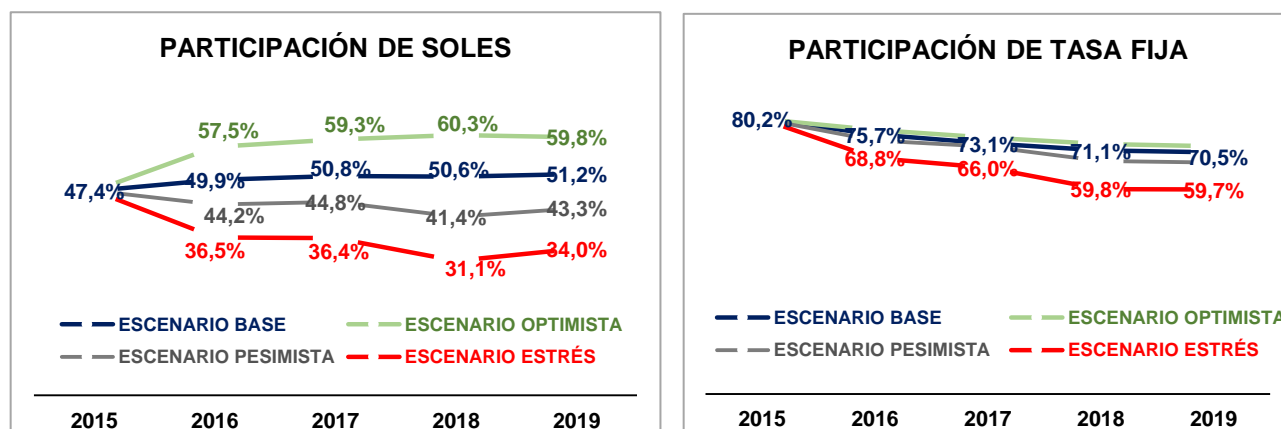
**Cuadro N° 12**  
**ALGUNOS SUPUESTOS CUANTITATIVOS Y CUALITATIVOS CONSIDERADOS EN LOS**  
**ESCENARIOS PARA SIMULAR LAS PROYECCIONES HASTA EL AÑO 2019**

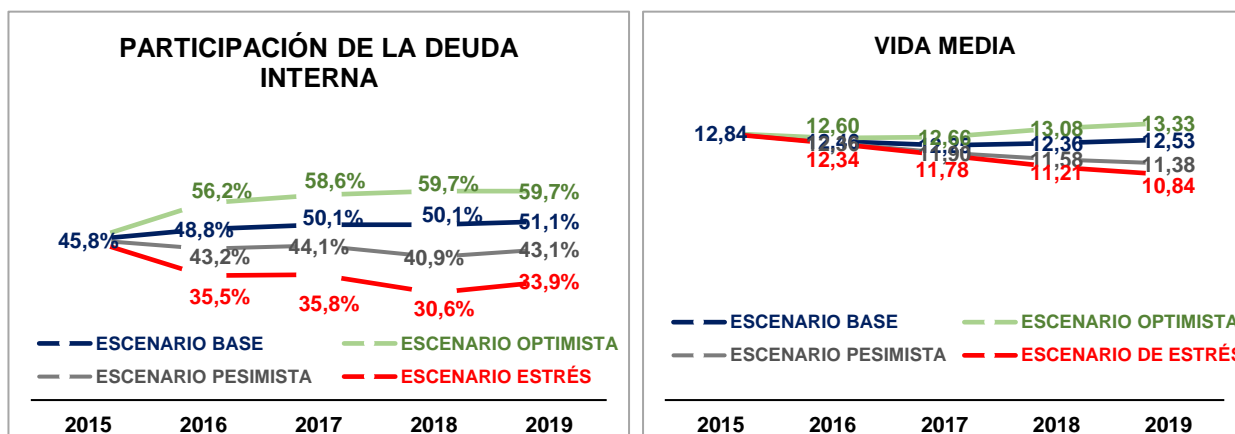
Supuestos	Escenario Base		Escenario Optimista		Escenario Pesimista		Escenario Estrés	
	Externo	Interno	Externo	Interno	Externo	Interno	Externo	Interno
<b>Financiamiento 2016</b> (millones de soles)	7 625	10 655	5 986	9 890	10 083	12 187	11 780	13 226
<b>Financiamiento 2017</b> (millones de soles)	6 245	6 319	6 245	5 505	9 912	9 729	11 387	12 205
<b>Financiamiento 2018</b> (millones de soles)	3 910	8 218	3 910	9 284	7 095	6 577	10 148	6 042
<b>Financiamiento 2019</b> (millones de soles)	8 316	5 838	6 643	6 978	12 703	4 601	16 002	4 172
<b>Prepagos financiados</b> (millones de soles)	3 169		6 288		2 381		347	
<b>Intercambios</b> (millones de soles)	5 100		6 178		2 049		239	
<b>Resultado Primario</b> como % PBI	Entre -1,2% en 2016 a 0,0% en 2019		Entre -0,9% en 2016 a 1,0% en 2019		Entre -1,3% en 2016 a -0,1% en 2019		Entre -2,2% en 2016 a -0,1% en 2019	
<b>Tasa de crecimiento real del PBI (%)</b>	Entre 3,8% en 2016 a 4,0% en 2019		Entre 4,5% en 2016 a 5,0% en 2019		Entre 2,0% en 2016 a 3,5% en 2019		Entre 1,0% en 2016 a 3,0% en 2019	

Fuente: DGETP.

En el Gráfico N° 13 se muestra los resultados de algunos indicadores de seguimiento de la deuda bruta que se alcanzarían en los próximos 5 años. Un mayor detalle de estos resultados se encuentra en el Anexo N° 4.

**Gráfico N° 13**  
**ALGUNOS INDICADORES DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL**





Fuente: DGETP.

Sobre la base de los escenarios optimista y pesimista se estableció, para el cierre del año 2019, el rango referencial que se prevé alcanzar en el valor de los indicadores de la deuda bruta que se detallan en el Cuadro N° 13.

**Cuadro N° 13**  
**PROYECCIONES REFERENCIALES DE INDICADORES DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL AL CIERRE DE 2019 (\*)**

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2019
Porcentaje de soles en el saldo bruto	43,3% - 59,8%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	67,5% - 72,3%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	43,1% - 59,7%
Vida media (años)	11,4 - 13,4
Reprecio medio (años)	9,5 - 12,4
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	4,3% - 2,8%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/	54,6% - 79,0%

Fuente: MEF- DGETP

(\*) Incluye derivados de cobertura.

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

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

### 5.3 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 el análisis de la posición y de las proyecciones de la deuda bruta del Gobierno Central se determine a partir de este escenario.

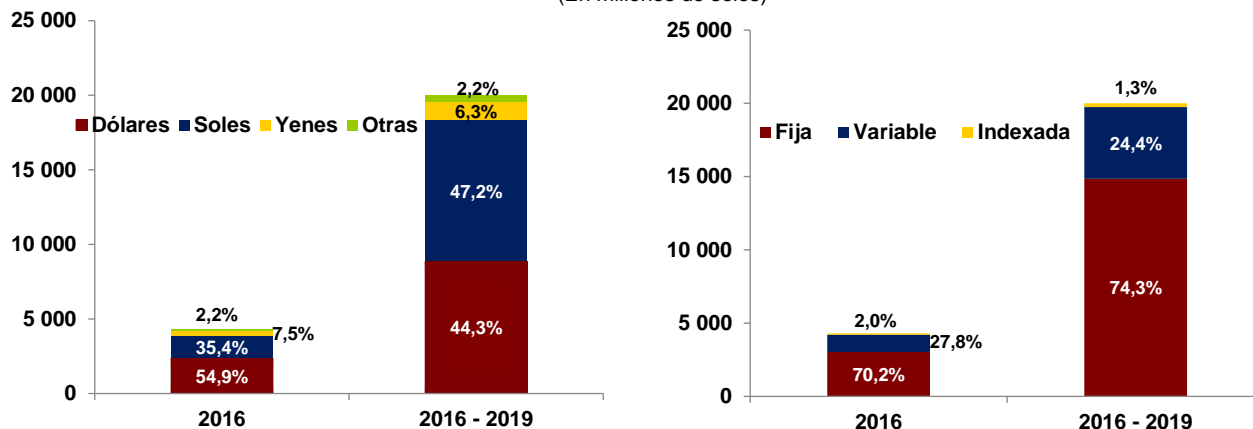
#### a. Proyección del servicio de la deuda bruta por monedas y tasas de interés

Las amortizaciones del año 2016 representan alrededor del 3,5% del total adeudado y las amortizaciones anuales hasta el año 2019 alcanzan niveles de pagos ligeramente crecientes, cuyo promedio para este período se ubica alrededor del 4,2%. En términos relativos, la presión del pago de la deuda en el Presupuesto de la República pasará a fluctuar entre 10,4% y 13,7% de los ingresos anuales.

Los pagos que se realizarán en soles explicarán alrededor del 35% en el año 2016 y del 47% para los vencimientos acumulados de los próximos 4 años (Gráfico N° 14). Esta menor participación relativa de la moneda local obedece principalmente a la redención de los bonos globales con vencimiento en el año 2016 y en el año

2019. En esa misma línea, se observa que en la estructura de tasas de interés, el 72% de los vencimientos del año 2016 corresponden a obligaciones pactadas a tasa fija y un 76% hasta el 2019.

**Gráfico N° 14**  
**VENCIMIENTOS POR MONEDAS Y TASAS DE INTERÉS DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(En millones de soles)

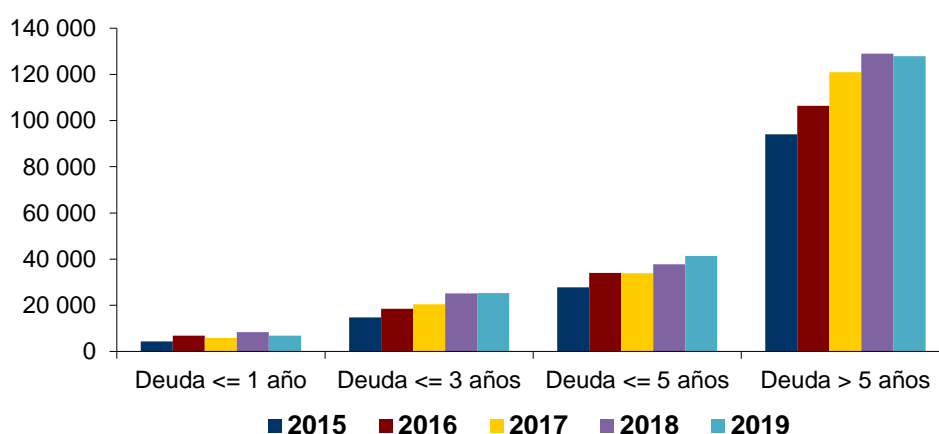


Fuente: MEF- DGETP

**b. Proyección de la composición de la deuda bruta 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 2019 esta concentración será un poco mayor (ver Gráfico N° 15). El efecto de esta estructura también se visualiza en el perfil de vencimientos de la deuda pública.

**Gráfico N° 15**  
**PLAZO AL VENCIMIENTO DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(En millones de soles)



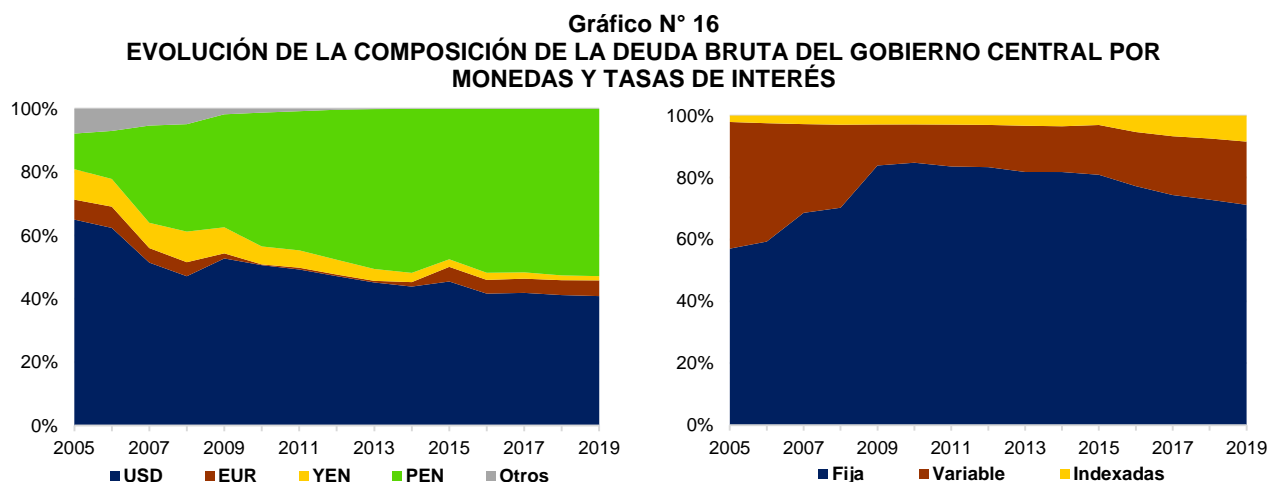
Fuente: MEF- DGETP

Así, en el escenario base el porcentaje de vencimientos de la deuda mayor a 5 años a diciembre del año 2019 se proyecta en alrededor del 75,6%, posición relativa similar a lo observado en los años previos. Los factores que explicarán esta situación están relacionados con las operaciones de administración de deuda, cuyos financiamientos se suponen con la emisión de bonos soberanos de largo plazo.

De esta manera el indicador de vida media se espera que se ubique en alrededor de 12,5 años al cierre del año 2019.

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

La participación de la moneda local en el total de la deuda bruta se posicionaría en alrededor del 51,2% al cierre de 2019, superior al que se alcanzaría en el año 2016, indicador que al cierre de 2015 alcanzó el 47,4% (ver Gráfico N° 16).



Fuente: MEF- DGETP

La proyección del componente de tasa fija en la estructura de la deuda bruta para los próximos años se mantiene por encima del 70% observado a partir del año 2009 alcanzando alrededor del 70,5% al cierre del año 2019.

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

El análisis del servicio en riesgo (SeR<sup>19</sup>) arroja que el servicio de deuda estimado para los próximos cuatro años (desde el año 2016 hasta el año 2019 inclusive), con un nivel de confianza del 95%, alcanza niveles de alrededor de S/. 59 697 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/. 2 532 millones (4,2% adicional al pago del servicio de deuda estimado). Ver Gráfico N° 17.

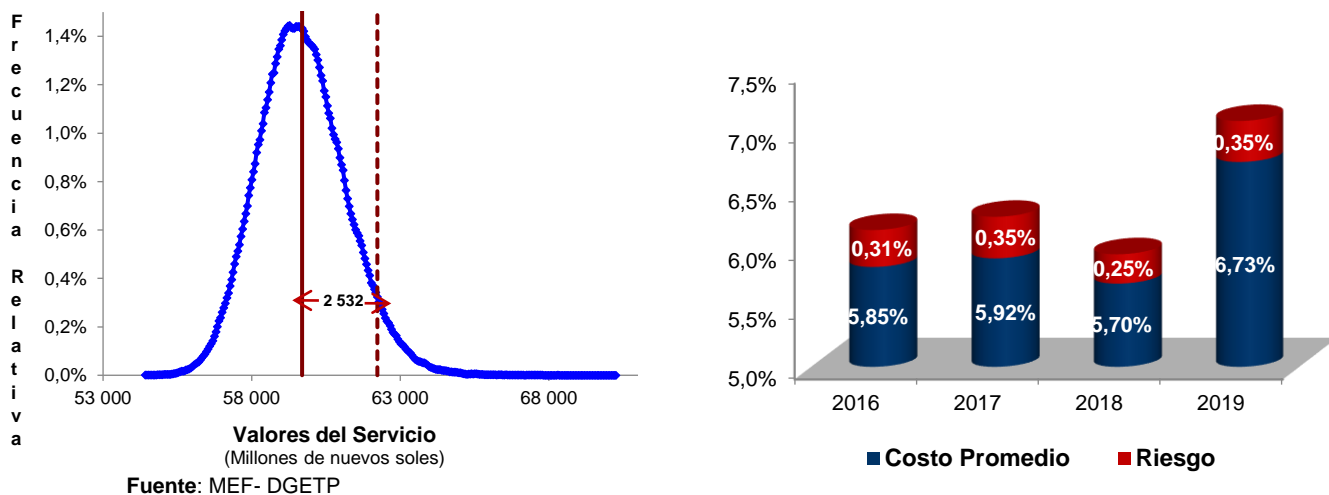
Por otro lado, el costo promedio anual en soles de la deuda bruta se define como el pago de intereses de la deuda más el monto adicional que podría generarse por efecto de las variaciones en el tipo de cambio y las tasas de interés<sup>20</sup>. Este monto adicional, que se define como riesgo, se calculó tomando en cuenta la evolución estocástica de

<sup>19</sup> Este modelo asume que cada una de las tasas de interés variables y los tipos de cambio siguen una variante del proceso geométrico browniano, y que están correlacionados entre sí. A partir de esta premisa, se genera un número adecuado de simulaciones de Monte Carlo de posibles trayectorias conjuntas de estas variables, con las que se construye una distribución del servicio acumulado de deuda en el período elegido.

<sup>20</sup> Este costo financiero toma en consideración la evolución creciente que tendrían las tasas de interés de los préstamos pactados a tasas variables de la deuda pasiva y las tasas fijas del nuevo financiamiento y la estabilidad esperada en el tipo de cambio, lo cual incrementaría el costo de la deuda en los próximos años.

las tasas de interés y tipos de cambio, así como su correlación conjunta<sup>21</sup>. El incremento probable del costo por las variaciones de los tipos de cambio y de las tasas de interés representa en promedio alrededor de 31 pb para los 4 años analizados (Gráfico N° 17).

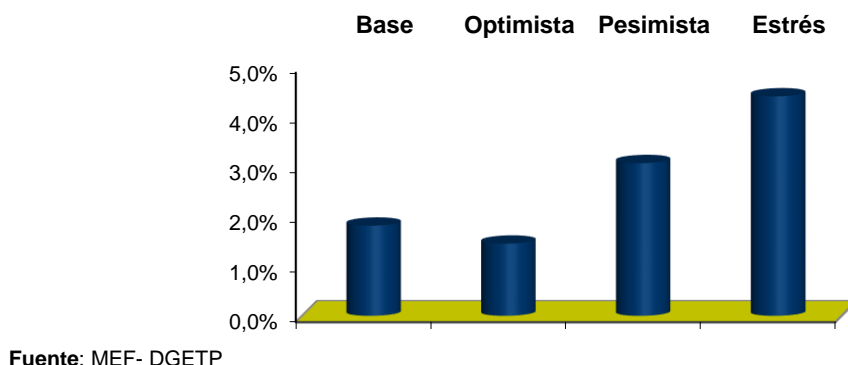
**Gráfico N° 17**  
**SERVICIO EN RIESGO Y COSTO Y RIESGO DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL**  
**PARA EL PERIODO 2016 - 2019**



### 5.5 Indicadores de sostenibilidad determinística de la deuda bruta

El análisis del comportamiento del ratio de deuda pública bruta del Gobierno Central de la República a través del indicador de sostenibilidad<sup>22</sup> 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° 18).

**Gráfico N° 18**  
**INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(Porcentaje del PBI)



<sup>21</sup> El riesgo del costo financiero en términos de soles se define como la diferencia entre el costo máximo (al 95% de confianza) y el costo promedio.

<sup>22</sup> 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).

Este mayor endeudamiento para financiar las mayores necesidades fiscales proyectadas para los próximos años podrían mitigarse en la medida en que el Gobierno decida, en los casos establecidos por la ley vigente, utilizar una parte de los recursos del Tesoro Público (activos), lo que evitaría una repentina mayor presión sobre los mercados de valores a los que la República tendría que recurrir y menores gastos financieros.

**Cuadro N° 14**  
**RATIOS DE LA DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL SOBRE EL PBI**  
(En porcentaje del PBI)

Escenario base	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda del G.C./PBI	19,9%	21,1%	20,8%	20,5%	20,0%
Servicio del G.C./PBI	1,7%	2,0%	1,9%	2,2%	2,0%
Amortizaciones del G.C./PBI	0,7%	0,9%	0,8%	1,1%	0,9%
Intereses del G.C./PBI	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%

Fuente: DGETP - MEF

La deuda bruta del Gobierno Central respecto al PBI esperado para los próximos años se estabilizaría alrededor del 20,0% al año 2019, resultado consistente con lo proyectado en el MMM 2017-2019 y el efecto de las operaciones de administración de deuda planeadas para el período de análisis (ver Cuadro N° 14).

**Cuadro N° 15**  
**RATIOS DE LA DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL SOBRE SUS INGRESOS**  
(En porcentaje de los ingresos)

	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda del G.C./Ingresos	119,9%	130,7%	128,6%	125,5%	122,7%
Servicio del G.C./Ingresos	10,2%	10,4%	12,6%	11,7%	13,7%
Amortizaciones del G.C./Ingresos	4,2%	4,0%	5,7%	5,1%	7,0%
Intereses del G.C./Ingresos	6,0%	6,3%	6,9%	6,6%	6,6%

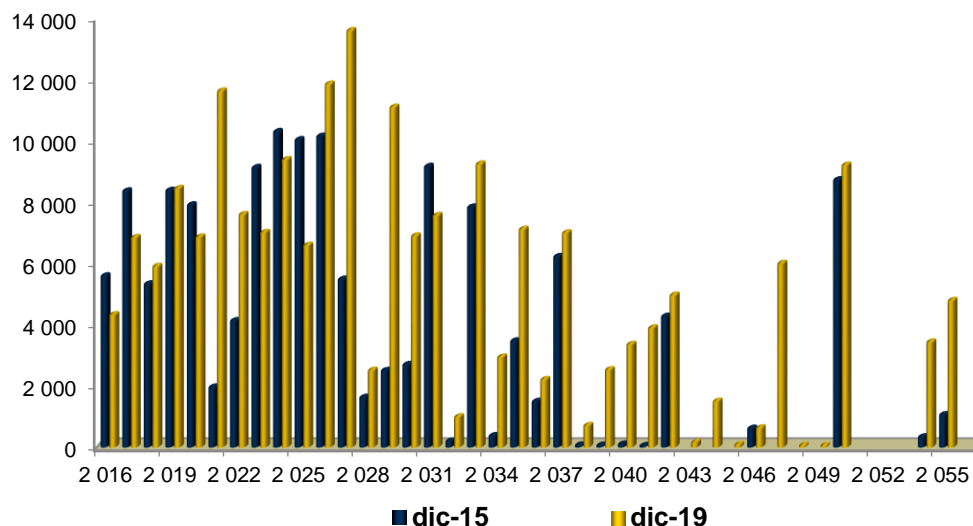
Fuente: DGETP - MEF

Pero lo más importante, la estimación de algunos indicadores de deuda respecto a los ingresos del Gobierno Central esperados para los próximos años ayuda a analizar la evolución de su capacidad de pago. En el Cuadro N° 15 se observa que a partir del año 2018 este ratio tendrá un comportamiento decreciente estabilizándose en 123%, en forma consistente con el crecimiento de los ingresos proyectados y el efecto de las operaciones de administración de deuda planeadas para el período de análisis.

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° 19 se muestra el perfil de vencimientos de la deuda pública del Gobierno Central generado con el nuevo endeudamiento que se contrataría en el período 2016-2019 para financiar los requerimientos financieros y las operaciones de manejo de pasivos que se han previsto realizar durante el presente ejercicio.

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 buscarán 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.

**Gráfico N° 19**  
**PROYECCIÓN DE AMORTIZACIONES DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(En millones de soles)



Fuente: MEF- DGETP

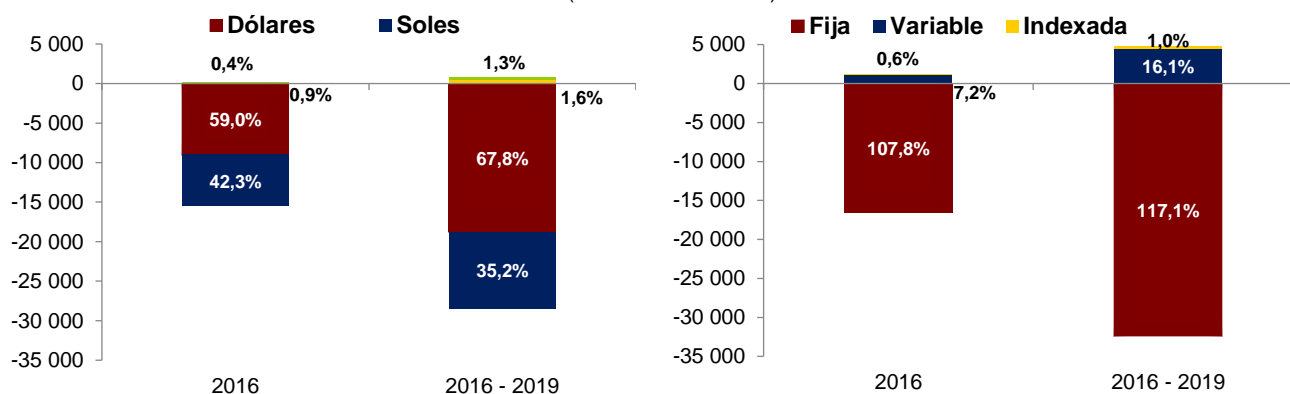
## 5.6 Proyección del servicio y composición de la deuda neta

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 2016 hasta el año 2019 inclusive, se obtiene un excedente de S/. 15 296 millones para el año 2016 y de S/. 27 655 millones para 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.

**Gráfico N° 20**  
**VENCIMIENTOS POR MONEDAS DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(En millones de soles)



Fuente: MEF- DGETP

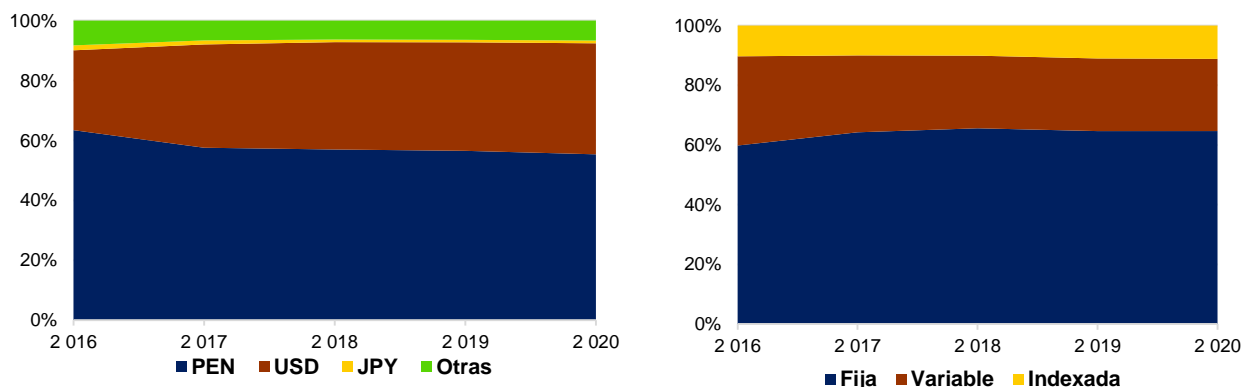
La participación de los soles en el total de estos excedentes representa alrededor

del 42% y del 35% respectivamente para 2016 y para los próximos 4 años (ver Gráfico N° 20). De forma similar, en la estructura de tasas de interés la mayor parte de los excedentes se encuentran a tasa fija.

#### b. Proyección de la composición por monedas y tasas de interés

La participación de la moneda local en la deuda neta se posicionaría en alrededor del 65% al cierre del año 2019, por debajo del promedio del periodo 2016-2018 que sería aproximadamente del 69%. Asimismo, la proyección del componente de tasa fija en la estructura de la deuda neta a partir del año 2017 se mantendría por encima del 68%, pero al cierre del 2016 sería 60% (ver Gráfico N° 21).

**Gráfico N° 21**  
**EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA DEUDA NETA DEL GOBIERNO CENTRAL POR MONEDAS Y TASAS DE INTERÉS**



Fuente: MEF- DGETP

## 6. ESTRATEGIA 2016 - 2019

A continuación se detalla las acciones públicas más relevantes que complementariamente se implementarán hasta el año 2019:

### 6.1 Gestión de activos

#### a) 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 plataformas de subastas o de negociación como un actor más del mercado secundario 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 recomprarán o revenderán los títulos que puedan estar teniendo un exceso de oferta o de demanda. Estos títulos podrán ser comprados a través del Fondo de Deuda Soberana y podrán ser objeto de una operación de administración de deuda con el fin de poder reemplazarlos por otros que, ayudando a suavizar las amortizaciones de deuda, puedan tener una escasez relativa en algunos segmentos del mercado.



b) Implementación de una ventanilla de colocación y captación temporal de valores de deuda pública a través de operaciones de reporte.

El Tesoro como parte de sus operaciones de recompra y reventa de valores de deuda pública como un participante más en el mercado, con el fin de ayudar a dar mayor dinamismo al mercado de valores de deuda pública y a reducir la volatilidad de la curva de rendimiento, abrirá una ventanilla para la captación y la colocación temporal de los valores que tenga en el Fondo de Deuda Soberana dirigido a los inversionistas locales a cambio de una tasa de interés que será definida por el Tesoro Público.

c) Mantenimiento de capacidad de respuesta ante escenarios recesivos o de emergencia con ahorros acumulados en el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)

Como parte de su estrategia financiera para enfrentar situaciones adversas de riesgo de liquidez ya sea por la caída abrupta en los ingresos públicos o por los incrementos imprevistos en los gastos ante una emergencia nacional, el Tesoro continuará preservando y rentabilizando los fondos acumulados en el FEF para su eventual utilización y posterior reposición en el marco de lo establecido por la Ley N° 30099.

d) Elaboración e implementación de lineamientos para la gestión de los recursos de la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL)

El Tesoro preservará y gestionará los fondos de la RSL de forma eficiente, estableciendo lineamientos de inversión acordes a la necesidad de utilización de estos fondos que son destinados a enfrentar situaciones de inestabilidad financiera que afecten la liquidez de la fuente de recursos ordinarios para la ejecución del Presupuesto de Caja o la liquidez de los mercados de valores o de los mercados de créditos a los que ordinariamente recurre para captar fondos.

e) Diseño de mecanismos para la utilización contingente de los fondos del Tesoro provenientes de fuentes de financiamiento diferentes de recursos ordinarios

Ante un eventual contexto desfavorable, en donde no sea aplicable el uso del FEF ni de la RSL, pero el acceso a mayor endeudamiento sea contraproducente para mantener la solvencia de los indicadores de servicio y sostenibilidad de la deuda en función de los ingresos públicos totales que generan su capacidad de pago, se estudiarán los mecanismos multianuales que sean necesarios implementar para que el Tesoro pueda hacer uso contingente de los ahorros acumulados por fuentes de financiamiento diferentes de los recursos ordinarios y evitar mayores costos financieros.

## 6.2 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

En armonía con la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera aprobada en 2015, para dar acceso a un mayor segmento del mercado y crear mejores condiciones para el futuro 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 hasta alcanzar un

saldo total máximo aproximado de S/. 1 500 millones al cierre del año 2016, monto que se propondrá incrementar a S/ 3 000 millones para el cierre del año 2017, de manera que tenga un saldo suficiente como para desarrollar un mercado secundario más líquido y profundo para el tramo corto de la curva de rendimientos soberana.

- b) Aumento de la oferta de bonos del Tesoro i) en el tramo corto para el manejo de tesorería de bancos, cajas, aseguradoras generales y fondos mutuos, ii) en el tramo medio para atender demanda de bancos, fondos de pensiones y no residentes, y iii) en el tramo largo para atender los requerimientos de fondos de pensiones y aseguradoras de vida

Con la finalidad de atender las necesidades de los distintos perfiles de los inversionistas y los diferentes objetivos que maneja cada uno de éstos, se ofertarán bonos soberanos de acuerdo con la demanda existente y las condiciones de mercado que prevalezcan previo a cada subasta. Asimismo, se ofertarán nuevas referencias siempre y cuando cuenten con una demanda que permita incrementar sostenidamente su saldo adeudado. Los montos máximos a subastar también serán determinados previo a cada subasta en función a las necesidades de endeudamiento que se requieran atender.

- c) Endeudamiento contracíclico con el fin de prevenir, mitigar y superar la ocurrencia temporal de choques adversos y promover prioritariamente el mercado doméstico.

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, se podrá recurrir al endeudamiento externo, ya sea a través de adeudos con organismos multilaterales o de la emisión de bonos en dólares o euros en los mercados internacionales para mantener una más amplia base de inversionistas.

- d) Realización de operaciones de administración de deuda para incrementar la liquidez en el mercado secundario de valores de deuda pública local en soles.

Se realizarán operaciones de administración de deuda para reducir concentración o modificar la composición del perfil de vencimientos de los valores de deuda pública y al mismo tiempo incrementar el saldo vivo de las referencias y por tanto la liquidez del mercado secundario de valores de deuda pública en soles. Para ello, se priorizará la realización de este tipo de operaciones con el endeudamiento externo vigente a fin de revertir el aumento temporal de la moneda extranjera en la estructura de la deuda y al mismo tiempo continuar incrementando la liquidez del mercado secundario, generando señales en favor de la calificación soberana.

- e) Mantenimiento contracíclico de líneas de crédito disponibles con los organismos multilaterales y eventual emisión de bonos catástrofe como plan de contingencia.

Como parte de las líneas de defensa ante contingencias en situaciones de estrés por crisis financieras o eventuales situaciones de catástrofes, se mantendrá una política activa de adquisición de líneas de crédito contingente de parte de organismos multilaterales y de cooperación bilateral para hacer frente a eventuales crisis financieras y, en el marco de su estrategia de protección financiera, frente a desastres naturales, lo que incluye la posible emisión de "bonos catástrofe" (cat bonds).

- f) Diseño de mecanismos para incrementar la demanda de títulos del Tesoro por parte de inversionistas no residentes.

Con la finalidad de seguir incrementando la base de inversionistas no residentes se estudiarán los mecanismos adicionales que puedan facilitar su mayor acceso al mercado doméstico de títulos del Tesoro en forma complementaria al desarrollo de una plataforma de liquidación y compensación internacional.

### 6.3 Gestión de tesorería

- a) Mejoras regulatorias para implementar la plena fungibilidad del dinero en la gestión de tesorería de las diferentes fuentes de financiamiento presupuestario

Las experiencias anteriores con déficit y endeudamientos excesivos se han traducido en un conjunto de mecanismos de control de tesorería muy rígidos e inclusive en ocasiones innecesarios o contraproducentes para los fines perseguidos. Estos mecanismos son altamente distorsionadores de la actividad financiera propiamente dicha y conllevan elevados costos asociados. Por ejemplo, el elemento más perturbador de la actividad es la vinculación entre determinados gastos y sus fuentes de financiación presupuestaria, lo que lleva al extremo de controlar el origen de la fuente de cada pago realizado por el Tesoro Público, lo que impide la fungibilidad del dinero mismo. Por ello se continuará mejorando las normas que impiden una plena fungibilidad de todos los fondos, sin perjuicio de continuar efectuando su control presupuestario. En particular, se evaluará una propuesta legislativa que permita darle un tratamiento flexible a la utilización de los recursos del endeudamiento, particularmente de aquellos provenientes de la colocación de bonos soberanos en moneda local, de manera que puedan ser aplicables al financiamiento de proyectos de inversión en general y así evitar la separación rígida de tales recursos a favor de determinados proyectos preestablecidos en la norma que los autorice.

- b) Desarrollo de un sistema de previsión diaria de recaudación en las cuentas del Tesoro y aumento de la eficiencia del sistema de cobranza del Estado.

En coordinación con la SUNAT se efectuará el desarrollo e implementación de un sistema de previsión diaria de cobros de tal manera que la información de la recaudación, que constituyen recursos del Tesoro Público, esté disponible o sea de acceso en los plazos y condiciones que lo requiere la DGETP y que la misma incluya la actualización regular de las estimaciones o proyecciones diarias de recaudación, así como el seguimiento de sus diferencias con la recaudación efectiva para el aumento de su eficiencia. Para los ingresos del Tesoro a cargo de entidades públicas diferentes de la SUNAT se estudiarán y evaluarán soluciones que permitan mejorar su predictibilidad. Asimismo, se continuará apoyando a la SUNAT, en el ámbito de las competencias de la DGETP, en el incremento de la recaudación fiscal y se establecerá que dicha recaudación sea depositada en las cuentas del Tesoro en los plazos y mecanismos o procedimientos que la DGETP determine.

- c) Consolidación del sistema de previsión diaria de pagos a ser cargados en las cuentas del Tesoro y aumento de la eficiencia del sistema de pagaduría del Estado.

Desde el año 2016 ya se han establecido reglas de organización de la mayoría de pagos periódicos para las diferentes entidades públicas, a través de sus respectivas oficinas de tesorería, las que implican el procesamiento de los gastos girados transmitidos por las mencionadas entidades el día siguiente hábil de recibida dicha

transmisión por la DGETP (t+1). Para completar dicho sistema de previsión de pagos, se adicionarán mecanismos tales como el establecimiento de cronogramas para el pago de obligaciones por la adquisición de bienes y prestación de servicios y obras que contraen las diferentes entidades públicas, de manera similar al ya existente cronograma de pagos de remuneraciones, pensiones y similares que aprueba anualmente el Viceministro de Hacienda, así como la correspondiente difusión y capacitación, de manera que se contribuya al fortalecimiento de la oportuna programación de pagos y las buenas prácticas en la ejecución presupuestal y financiera de los recursos del Estado.

- d) Implementación de normas que regulen a las entidades para proveer información sobre sus pronósticos de cobros y pagos, así como los términos y condiciones para operar con el Tesoro Público.

Teniendo en cuenta las necesidades de información del Tesoro Público, resulta necesario el diseño y la publicación de normas que consoliden los temas de gestión de tesorería, como por ejemplo, la apertura de cuentas bancarias, los procesos de cobros y de pagos, así como también los mecanismos de programación financiera, lo cual incluye el envío a la Tesorería de las estimaciones de ingresos y egresos.

#### 6.4 Estructura del mercado

- a) Estudio para determinar la viabilidad técnica y legal de crear un Programa de Creadores de Mercado para las letras del Tesoro

De modo análogo al caso de los bonos del Tesoro denominados Bonos Soberanos, se estudiará la posibilidad de crear un programa para el mercado de letras del Tesoro a fin de mejorar la liquidez y profundidad de su mercado secundario en línea con las mejores prácticas y experiencias internacionales. Para ello se considerará un sistema para que las entidades que ostenten tal condición, y obtengan los mejores puntajes por contribuir a una mayor frecuencia de negociación y una mayor desconcentración de inversionistas, puedan acceder a determinados privilegios tales como poder adjudicarse en las subastas un monto adicional al máximo establecido, presentar órdenes de suscripción (segunda vuelta) al rendimiento promedio ponderado resultante de las subastas (primera vuelta), entre otros.

- b) Desarrollo de un módulo de subastas de bonos y letras del Tesoro

Actualmente las subastas del Tesoro se realizan a través de Datatec (bonos) y la Bolsa de Valores de Lima (letras), pero sus costos fijos de acceso requieren cubrir ciertas economías de escala que desincentivan a una participación más extendida de inversionistas. Por ello, el actual módulo de subastas de depósitos públicos del Tesoro será ampliado para permitir las subastas de letras y bonos como complemento de las plataformas actualmente existentes, en donde a través de Internet también se podrá participar en las subastas de bonos y letras de una forma ordenada, eficiente y transparente.

- c) Desarrollo de un sistema de liquidación y compensación internacional para las operaciones con bonos en soles para no residentes.

Se continuará trabajando en el estudio de la mejor forma de implementar una plataforma de liquidación y compensación con el fin de diversificar la base de inver-



PERÚ

Ministerio de  
Economía y Finanzas

Viceministerio de  
Hacienda

Dirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público

sionistas no residentes. Para ello, y con la finalidad de crear una ventana de acceso adicional para que los inversionistas no residentes puedan acceder a los instrumentos de deuda pública doméstica, se viene coordinando con una depositaria central de valores internacional a fin de establecer el mecanismo que facilite la realización de operaciones, tanto del mercado primario como del mercado secundario, con bonos soberanos en soles y que éstas operaciones puedan liquidarse a través de dicha entidad en la moneda local o cualquiera de las monedas de liquidación aceptadas en la citada depositaria.

## ANEXO 1: Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2017

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 N° 008-2014-EF y sus modificatorias, en el año 2016 se formula el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda aplicable para el año 2017, cuyas políticas, objetivos y metas cuantitativas, desde una perspectiva de largo plazo, pero en forma compatible con las metas fiscales consideradas en el MMM 2017-2019 y que forman parte de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2016-2019.

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 el año 2013 la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos progresivamente 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 lineamientos<sup>23</sup> 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 N° 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento, establecen los procedimientos para fijar el monto máximo de concertaciones de operaciones de endeudamiento que se debe considerar

<sup>23</sup> Principios básicos para la gestión financiera:

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

Políticas financieras para la gestión de activos y pasivos:

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

Lineamientos tácticos para la gestión del riesgo estructural:

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



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 2017 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:

- 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 preferentemente 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 por un saldo total que se propondrá no exceda los S/. 3 000 millones al cierre del año 2017.
- En el tramo corto, medio y largo se subastará semanalmente bonos soberanos nominales y reales para los plazos representativos de entre 1 y 4 años, entre 5 y 15 años y de más de 15 años.
- En lo posible se realizarán subastas especiales que permitan continuar incrementado la liquidez del mercado secundario y el tamaño del mercado de valores de deuda pública en general. 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 implementará la gestión del 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.

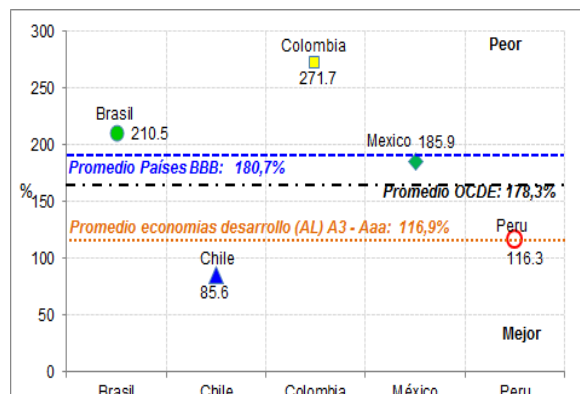
Para cuantificar el efecto de estas acciones en la gestión de la deuda del Gobierno Central se han definido algunos indicadores de seguimiento, cuyos valores han sido determinados a partir de distintos escenarios determinísticos para fijar un rango referencial de metas a alcanzar al final del año 2017:

#### Metas cuantitativas referenciales al cierre de 2017

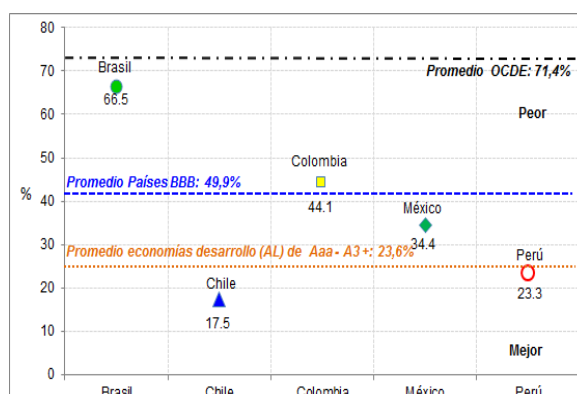
Indicador	Rango al cierre de diciembre de 2017
Porcentaje de soles en el portafolio	44,8% - 59,3%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	72,2% - 74,8%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	44,1% - 58,6%
Vida media (años)	11,9 - 12,7
Reprecio medio (años)	10,2 - 11,6
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses	3,8% - 3,4%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local	41,6% - 65,7%

Fuente: MEF- DGETP

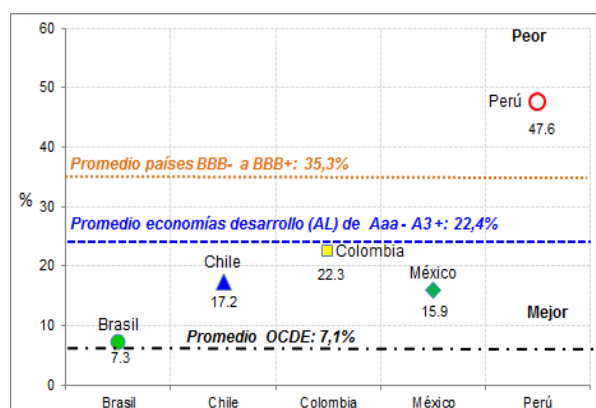
## ANEXO 2: Indicadores de deuda de Perú y otras economías en desarrollo

**Deuda Gobierno Central sobre Ingresos Gobierno Central**


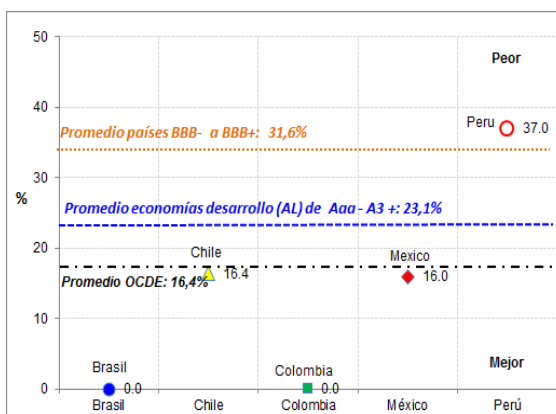
Fuente: Moody's Sovereign Handbook Mayo 2016.

**Deuda Pública sobre PBI**


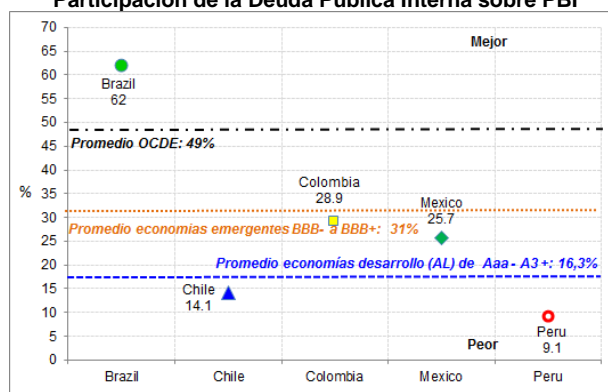
Fuente: Moody's Sovereign Handbook Mayo 2016.

**Dolarización de la Deuda Pública**


Fuente: Fitch Sovereign Data Comparator Marzo 2016.

**Dolarización de Depósitos Bancarios**


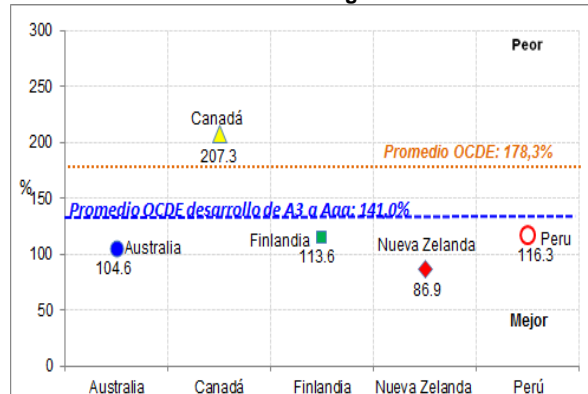
Fuente: Fitch Sovereign Data Comparator Marzo 2016.

**Participación de la Deuda Pública Interna sobre PBI**


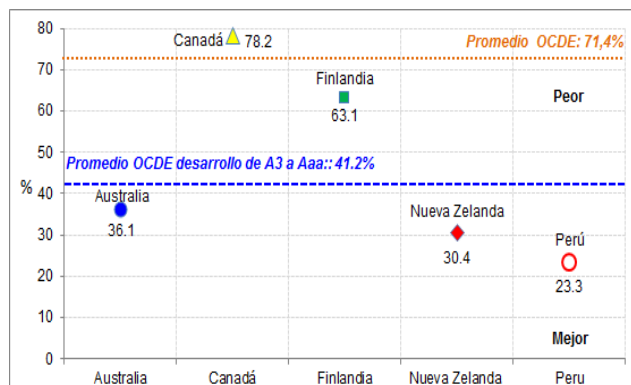
Fuente: Fitch Sovereign Data Comparator Marzo 2016.



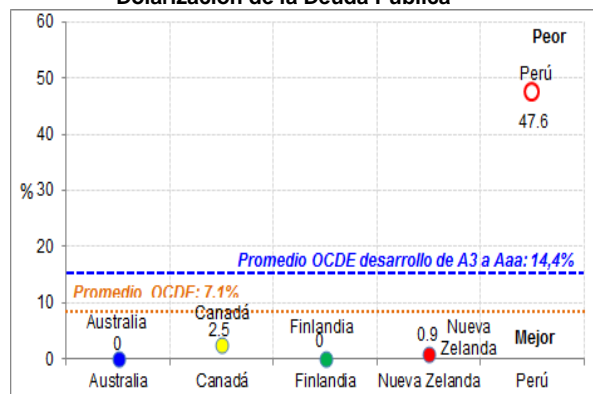
### ANEXO 3: Indicadores de deuda de Perú y países miembros de la OCDE

**Deuda Gobierno Central sobre Ingresos Gobierno Central**


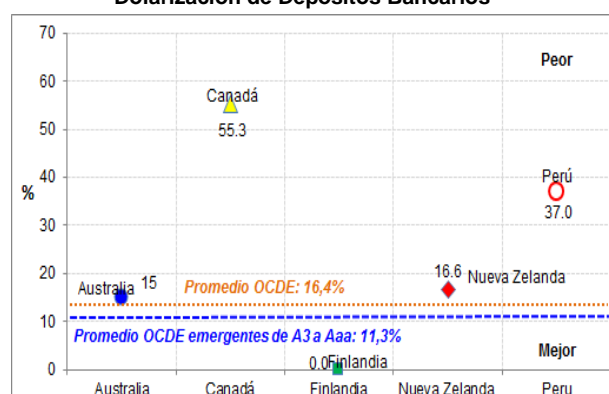
Fuente: Moody's Sovereign Handbook Mayo 2016.

**Deuda Pública sobre PBI**


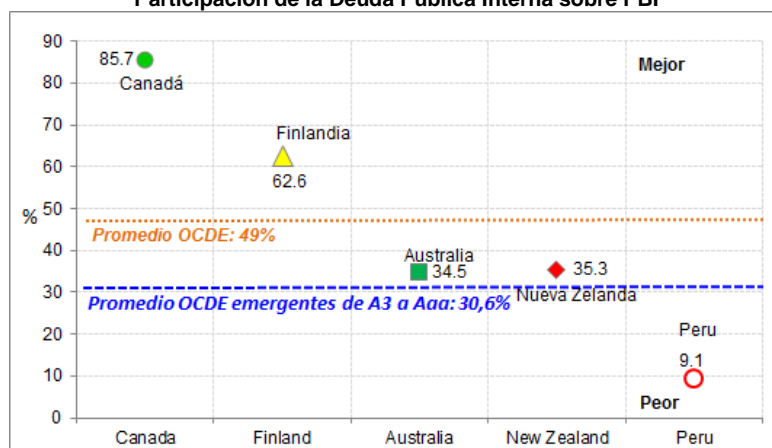
Fuente: Moody's Sovereign Handbook Mayo 2016.

**Dolarización de la Deuda Pública**


Fuente: Fitch Sovereign Data Comparator Marzo 2016.

**Dolarización de Depósitos Bancarios**


Fuente: Fitch Sovereign Data Comparator Marzo 2016.

**Participación de la Deuda Pública Interna sobre PBI**


Fuente: Fitch Sovereign Data Comparator Marzo 2016.

**PERÚ**Ministerio de  
Economía y FinanzasViceministerio de  
HaciendaDirección General de  
Endeudamiento y Tesoro Público**ANEXO 4: Deuda pública: Evolución de los indicadores**

(En millones de soles)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Escenario Base</b>					
<b>Total deuda bruta</b>	<b>121 915</b>	<b>138 301</b>	<b>146 428</b>	<b>153 952</b>	<b>159 763</b>
Tasa fija	80,2%	75,7%	73,1%	71,1%	70,5%
Soles	47,4%	49,9%	50,8%	50,6%	51,2%
Deuda interna	45,8%	48,8%	50,1%	50,1%	51,1%
Soles (en 5 años)	60,3%	65,8%	61,6%	57,1%	57,3%
Tasa fija (en 5 años)	66,8%	68,9%	61,0%	60,9%	56,8%
Vida media (años)	12,84	12,46	12,25	12,36	12,53
Reprecio medio (años)	11,67	11,13	10,92	11,06	11,29
Tasa equivalente	8,7%	7,5%	7,2%	6,8%	6,6%
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Escenario Optimista</b>					
<b>Total deuda bruta</b>	<b>121 915</b>	<b>137 994</b>	<b>147 360</b>	<b>155 997</b>	<b>161 275</b>
Tasa fija	80,2%	77,1%	74,8%	73,0%	72,3%
Soles	47,4%	57,5%	59,3%	60,3%	59,8%
Deuda interna	45,8%	56,2%	58,6%	59,7%	59,7%
Soles (en 5 años)	66,6%	76,3%	71,6%	66,3%	60,3%
Tasa fija (en 5 años)	64,8%	71,0%	62,1%	62,7%	57,7%
Vida media (años)	12,84	12,60	12,66	13,08	13,33
Reprecio medio (años)	11,67	11,53	11,65	12,10	12,39
Tasa equivalente	8,7%	7,3%	7,1%	6,7%	6,6%
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Escenario Pesimista</b>					
<b>Total deuda bruta</b>	<b>121 915</b>	<b>140 482</b>	<b>153 224</b>	<b>161 936</b>	<b>170 897</b>
Tasa fija	80,2%	74,0%	72,2%	68,0%	67,5%
Soles	47,4%	44,2%	44,8%	41,4%	43,3%
Deuda interna	45,8%	43,2%	44,1%	40,9%	43,1%
Soles (en 5 años)	61,0%	61,1%	57,6%	55,4%	57,6%
Tasa fija (en 5 años)	69,1%	68,1%	61,9%	62,7%	59,6%
Vida media (años)	12,84	12,36	11,90	11,58	11,38
Reprecio medio (años)	11,67	10,66	10,16	9,62	9,40
Tasa equivalente	8,7%	8,0%	7,9%	7,6%	7,4%
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Escenario Estrés</b>					
<b>Total deuda bruta</b>	<b>121 915</b>	<b>141 354</b>	<b>156 616</b>	<b>167 846</b>	<b>179 677</b>
Tasa fija	80,2%	68,8%	66,0%	59,8%	59,7%
Soles	47,4%	36,5%	36,4%	31,1%	34,0%
Deuda interna	45,8%	35,5%	35,8%	30,6%	33,9%
Soles (en 5 años)	57,6%	54,2%	51,1%	50,0%	54,9%
Tasa fija (en 5 años)	69,5%	65,8%	60,0%	59,8%	57,9%
Vida media (años)	12,84	12,34	11,78	11,21	10,84
Reprecio medio (años)	11,67	9,98	9,12	8,19	7,77
Tasa equivalente	8,7%	8,4%	8,5%	8,2%	8,1%

Fuente: DGETP - MEF

## ANEXO 5: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro 2017

Enero 2017 1						
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 2017 2						
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				

Marzo 2017 3						
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 2017 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						

Mayo 2017 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	30	31			

Junio 2017 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	

Julio 2017 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	31					


Agosto 2017 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		


Setiembre 2017 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

Octubre 2017 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				

Noviembre 2017 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		

Diciembre 2017 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
31						

 Los martes de cada mes: Subasta de letras.

 Los jueves de cada mes: Subasta de bonos.

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