



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

Viceministro
de Hacienda

Dirección
Nacional del Endeudamiento Público

"DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ"
"AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA"

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

PROGRAMA ANUAL DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO Y DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA

2009



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

Viceministro
de Hacienda

Dirección
Nacional del Endeudamiento Público

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

MINISTRO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

Luis Carranza Ugarte

VICE MINISTRO DE HACIENDA

José Arista Arbildo

DIRECTORA GENERAL DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Betty Sotelo Bazán

EQUIPO TÉCNICO

DIRECTORA DE ANÁLISIS Y PROGRAMACIÓN

Elizabeth Toledo Loayza

EQUIPO DE ANÁLISIS

Eduardo Olavegoya Hurtado
Ernesto Angeles Guardamino
Marco Sal y Rosas Muñoz
Ricardo Huamán Aguilar

INFORMACIONES

Relaciones con Inversionistas
Jr. Junín 319, Lima 1 – Perú
Tel. (511) 3115933
Fax (511) 6269921
Página web: <http://www.mef.gob.pe/>
Correo electrónico: investor@mef.gob.pe.
Enero, 2009



“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

PROGRAMA ANUAL DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO Y DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA 2009

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	1
1. RIESGOS DE LA DEUDA PÚBLICA	2
2. PLAN DE FINANCIAMIENTO DEL AÑO 2009	3
3. ESTRATEGIA DE DEUDA.....	4
4. METAS CUANTITATIVAS DE LA ESTRATEGIA DE DEUDA.....	6
5. CUANTIFICACIÓN DE LOS RIESGOS DEL PORTAFOLIO PARA EL AÑO 2009... 9	
6. RATIOS DE DEUDA, INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD Y PERFIL DE AMORTIZACIONES.....	11
7. EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE DEUDA DEL AÑO 2008	12



INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años, a través de una administración proactiva de la deuda pública se ha logrado, entre otros, modificar la estructura del portafolio de obligaciones de la República, obtener alivios en los pagos que deberán atenderse en los próximos años y desarrollar el mercado de capitales doméstico.

La consolidación de los fundamentos macroeconómicos, aunada a los importantes progresos en la reducción de los riesgos asociados al portafolio de deuda, han tenido un impacto positivo en la percepción de los agentes económicos haciendo posible que en el 2008 dos nuevas agencias calificadoras de riesgo Fitch Ratings y Standard & Poor's (S&P), se sumen a otorgar al Perú el grado de inversión.

Con el propósito de seguir ofreciendo transparencia al mercado y contribuir a un mejor entendimiento de la orientación de la política de endeudamiento, se publica el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda (PAEAD) correspondiente al año 2009. Este documento contiene las líneas principales que guían la gestión de la deuda pública, orientada fundamentalmente a minimizar sus costos asumiendo niveles razonables de riesgo, así como metas cuantitativas que se buscarán alcanzar, dependiendo de las condiciones de mercado.

En un contexto de turbulencia financiera como el prevaleciente, el PAEAD buscará brindar a los agentes económicos mayores alcances sobre la política que actualmente se implementa, creando el marco propicio para la toma de decisiones. Con este propósito, el documento que se presenta a continuación ofrece las siguientes secciones.

En la primera sección se ofrece un breve diagnóstico del portafolio de la deuda pasiva, incidiendo en los riesgos de mercado y refinanciamiento. En la segunda parte se consignan los requerimientos financieros que se cubrirán vía endeudamiento en el año 2009 de acuerdo a las previsiones del Marco Macroeconómico Multianual Revisado 2009 – 2011. En la tercera sección se enuncian los objetivos del Programa, los cuales constituyen los principios fundamentales de la estrategia a seguir y en la cuarta sección se hace un breve análisis del contexto del mercado financiero externo e interno y se definen las metas que se esperan alcanzar a diciembre del año 2009.

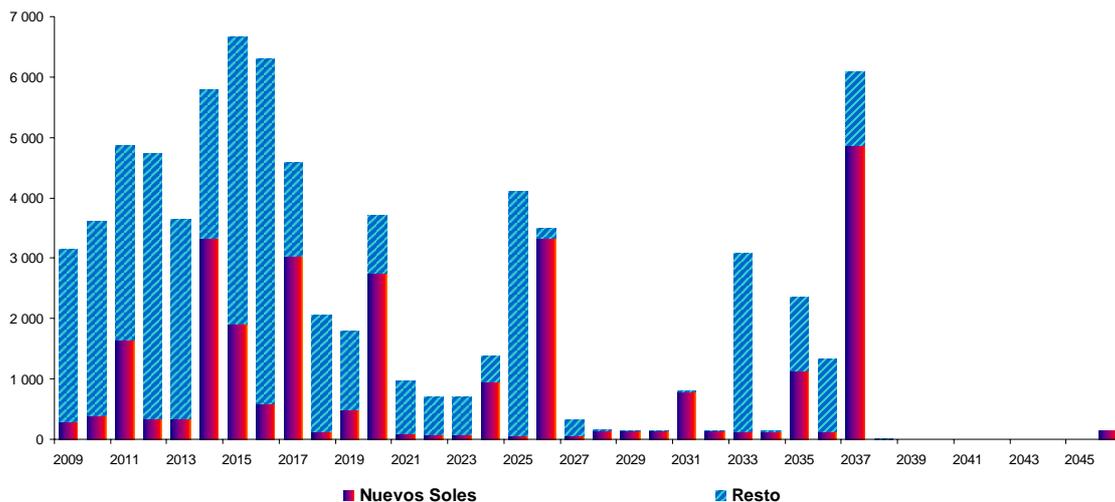
En la quinta sección, se evalúa los riesgos de refinanciamiento y de mercado del portafolio para el año 2009; en la sexta, se presenta los ratios y el indicador de sostenibilidad de la deuda pública de mediano y largo plazo, así como el perfil de amortizaciones de la deuda dinámica, como resultado de la ejecución de las operaciones de administración de deuda previstas. Finalmente, se hace una sucinta evaluación de los logros alcanzados en función de las metas programadas para el cierre del ejercicio 2008.

1. RIESGOS DE LA DEUDA PÚBLICA

El riesgo de refinanciamiento¹, medido a través del indicador de vida media del portafolio total de deuda pública, asciende al 30 de setiembre de 2008 a 11,46 años² (9,42 años la externa y 16,48 años la interna). Sin embargo, el perfil de vencimientos muestra aún una concentración importante entre los años 2011 y 2017, en los que se cancelaría el 47,4% del total de la deuda que se mantiene (Ver Gráfico N° 1), por lo que se deberá continuar adoptando medidas que permitan reducir la presión de pagos.

El monitoreo de este riesgo se torna más relevante cuando involucra los vencimientos más cercanos, en particular de aquellos que forman parte de las previsiones contempladas en el Marco Macroeconómico Multianual 2009 -2011 Revisado (MMM) para los próximos 3 años.

Gráfico N° 1
Deuda pública: Flujo de amortizaciones por monedas
(En millones de nuevos soles)



Fuente: MEF – DNEP

En este periodo, se deberán atender amortizaciones que, en promedio anual, ascienden a alrededor de US\$ 1 300 millones, siendo los pagos correspondientes al año 2011 los de mayor magnitud. Asimismo, debe señalarse que el 83,1% corresponde a obligaciones que por su naturaleza son más difíciles de renegociar a través de mecanismos de mercado³, lo cual constituye un factor adicional que incrementa el riesgo de refinanciamiento.

¹ El riesgo de refinanciamiento está dado por la posibilidad de refinarciar los vencimientos de deuda a costos elevados o en el caso extremo que éstos no puedan ser renovados. Este riesgo se incrementa en la medida que exista una concentración de vencimientos en periodos determinados y se agudiza por la estructura de monedas de los mismos.

² Calculada a partir de la base de datos oficial de deuda pública al 30.09.08.

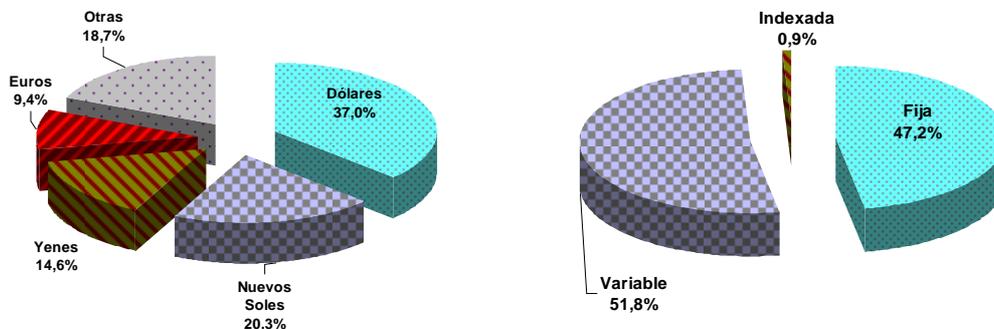
³ El 53,2% de los vencimientos que se cancelarían corresponden a Organismos Multilaterales y el 27,9% a los países agrupados en el Club de París.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

En cuanto al **riesgo de mercado**⁴, el servicio de amortizaciones por monedas para los años 2009 – 2011 muestra una gran vulnerabilidad al riesgo cambiario, dado que los vencimientos en nuevos soles sólo representan el 20,3% del total⁵ (Ver Gráfico N° 2). En ese sentido, los esfuerzos deberán orientarse a reducir la participación de las deudas contratadas en monedas extranjeras, a través de operaciones de administración de deuda.

En relación al riesgo de tasas de interés, para este mismo período, la deuda a tasa variable alcanza el 51,8%⁶. Dentro de este segmento, destacan las tasas variables, que no son de mercado, definidas directamente por los organismos multilaterales, las que en conjunto explican el 54,4%, mientras que la tasa Libor en dólares americanos representa el 38,0%.

Gráfico N° 2
Deuda pública: Vencimientos 2009-2011 por monedas y tasas de interés



2. PLAN DE FINANCIAMIENTO DEL AÑO 2009

De acuerdo a los requerimientos financieros contemplados en el MMM, durante el año 2009 el financiamiento con cargo al endeudamiento público ascenderá a US\$ 1 623 millones, que provendrán principalmente de fuentes de crédito bilaterales y multilaterales, así como del mercado de capitales, prioritariamente interno (Ver Cuadro N° 1).

Estos recursos se destinarán a la atención de las amortizaciones de deuda cuya distribución se aprecia en el Gráfico N° 3. En línea con la aún predominante proporción de la deuda pública externa en el portafolio, la estructura de los vencimientos muestra que los pagos más relevantes del año 2009 corresponden a las obligaciones externas, en particular a aquellas que se mantienen con los Organismos Multilaterales y el Club de París que constituyen en conjunto el 91% del total de los pagos que se atenderán.

⁴ El riesgo de mercado se define como la exposición del portafolio de deuda y el costo de su servicio a las variaciones de los precios de mercado, entre ellas, la tasa de interés y el tipo de cambio.

⁵ Para el 2009, el porcentaje de vencimientos denominados en nuevos soles asciende a 9,3%.

⁶ Las obligaciones pactadas a tasa variable que deberán atenderse en el año 2009 representan el 63,2%.

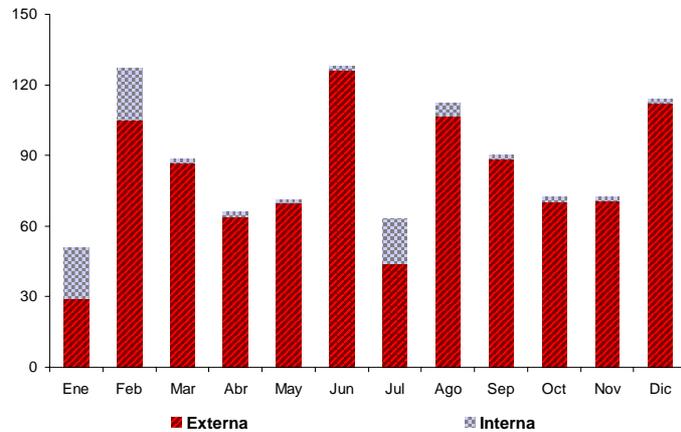
“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

Cuadro Nº 1
Requerimientos financieros 2009
fuentes de endeudamiento
(En millones de US\$)

Fuentes	Montos
Externas	700
Libre disponibilidad	100
Proyectos de inversión	600
Internas	923
Bonos	500
Créditos	423
Total	1 623

Fuente: MEF-DGAES (MMM)

Gráfico Nº 3
Deuda Pública:
Flujo mensual de amortizaciones 2009
(En millones de US\$)



3. ESTRATEGIA DE DEUDA

En línea con las buenas prácticas internacionales, la gestión de la deuda pública continuará teniendo como objetivo principal minimizar los costos, asumiendo niveles razonables de riesgo.

La crisis financiera internacional, tendrá indudablemente una repercusión importante en las posibilidades y condiciones de acceso a los recursos provenientes de los mercados de capitales doméstico e internacional. No obstante, consideramos que la fortaleza que muestra la economía peruana, a través de sus indicadores y las medidas adoptadas para reducir el potencial impacto de la crisis, permitirán implementar los lineamientos de la estrategia de deuda definida para el año 2009.

Los tres principales lineamientos que guiarán la estrategia de deuda serán:

- ◆ Seguir incrementando el porcentaje de la deuda en nuevos soles, de preferencia a tasa fija. (Indicadores: participación de los nuevos soles en la deuda total, porcentaje de la deuda a tasa fija y vida media para refijar la tasa de interés (VMR⁷)).
- ◆ Reducir la concentración del servicio de deuda de los próximos tres años, (Indicador: coeficiente de concentración del servicio de amortizaciones anuales de la deuda pública⁸, vida media⁹, VMR).

⁷ Este indicador expresa el plazo promedio al cual se fijará una nueva tasa para el portafolio de deuda. Si la deuda está pactada a tasa fija la VMR es igual a la vida media; si, por el contrario, la deuda es contratada a tasa variable la VMR es igual a uno dividido entre el número de veces que se pagan intereses al año. Si este indicador se calcula conjuntamente para deuda a tasa fija y a tasa variable se define como el promedio ponderado de las VMRs correspondientes. Claramente, este indicador se eleva cuando se llevan a cabo operaciones de cobertura de tasas de interés y/o se prepaga deuda a tasa variable con deuda a tasa fija.

⁸ Mide la desviación por encima de niveles máximos predeterminados del servicio de amortizaciones del portafolio. Este indicador que ayuda a evaluar el nivel de pagos (riesgo de refinanciamiento) y por ende a una política sobre los plazos del nuevo endeudamiento a contratar, pondera las diferencias, respecto a los niveles máximos, en función del plazo en el cual se dan los vencimientos. Reciben mayor ponderación los valores que tienen vencimientos más cercanos.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

- ◆ Impulsar el desarrollo del mercado de capitales doméstico, mediante la consolidación del mercado de deuda pública (Indicador: porcentaje de financiamiento con bonos en moneda local¹⁰).

Algunas de las acciones que contribuirán a cristalizar estos lineamientos son:

- ◆ Financiar los requerimientos fiscales previstos en el MMM, a través de fuentes bilaterales, multilaterales y de mercado. Se procurará que los recursos que se capten, vía la fuente bonos para ese fin, así como aquellos que se obtengan para financiar operaciones de administración de deuda, provengan prioritariamente, de la emisión de títulos soberanos en nuevos soles a tasa fija. En el caso que las condiciones del mercado local fuesen adversas, se emitirían bonos globales en moneda extranjera en el mercado externo.
- ◆ Contribuir a mejorar la relación costo-riesgo de la deuda, mediante la ejecución de operaciones de administración de deuda, focalizándonos principalmente en la reducción de los vencimientos de los años más próximos. En el caso de las operaciones de cobertura, se evaluará las condiciones más propicias para realizarlas y se tratará de minimizar el riesgo de contraparte.
- ◆ Optimizar el uso de los productos financieros que actualmente ofrecen los Organismos Multilaterales, así como propiciar que éstos diseñen nuevos instrumentos, que se adecuen a las necesidades de los prestatarios para mitigar los riesgos de la deuda pública.
- ◆ Consolidar los bonos benchmark a través de reaperturas de los títulos existentes y de ser posible mediante operaciones de intercambio, asegurando niveles de adeudado suficientes que garanticen su liquidez en el mercado secundario. Se priorizará la emisión del bono 2031. Solo en el caso que se lograra reducir el nivel de los vencimientos de los próximos tres años, se podría crear un nuevo punto benchmark en ese plazo, cuyo monto de emisión sea significativo.
- ◆ Publicar un calendario de colocaciones con montos potenciales mínimos por trimestre, especificando los títulos benchmark a emitirse, sobre la base de una coordinación previa con el mercado.
- ◆ Modificar el Reglamento del Programa de Creadores de Mercado y el Reglamento de la Emisión y Colocación de Bonos Soberanos en el Mercado Interno, a fin de adaptarlos al contexto vigente y promover una mayor competencia entre las entidades participantes.
- ◆ Coordinar con los órganos correspondientes a fin de identificar las acciones necesarias a nivel operativo y/o legal que hagan viable el uso de algunos instrumentos, entre ellos, la emisión de bonos segregables (strips), una mayor cobertura de la utilización del Delivery versus Payment (DVP)¹¹, entre otros, que ayuden a incrementar la liquidez de los bonos soberanos y el desarrollo del mercado de capitales en su conjunto.

⁹ 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.

¹⁰ Considerando el financiamiento de los requerimientos fiscales y las operaciones de administración de deuda.

¹¹ Actualmente sólo es utilizado por los bancos, debiendo propiciarse su utilización por otros agentes del mercado.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

- ◆ Continuar fortaleciendo los canales de comunicación con las agencias calificadoras de riesgo, y los inversionistas, a fin de mantenerlos informados sobre la evolución de los indicadores de deuda y las acciones u operaciones que se prevean realizar.
- ◆ Monitorear las operaciones de endeudamiento de corto plazo que acuerden las entidades públicas, gobiernos subnacionales y empresas no financieras.

4. METAS CUANTITATIVAS DE LA ESTRATEGIA DE DEUDA

CONTEXTO ACTUAL Y PERSPECTIVAS

La actual crisis financiera internacional ha provocado una desaceleración pronunciada del crecimiento a nivel mundial generando que las principales economías¹² se declaren en recesión. La magnitud de la crisis y la incertidumbre sobre el tiempo que durará¹³, vienen impulsando a los bancos centrales a tomar acciones para reducir el impacto de la desaceleración económica mediante recortes importantes de las tasas de interés.

Sin embargo, frente al incierto panorama económico, el costo financiero de los activos o títulos de los países emergentes, como el Perú, se ha incrementado de manera importante, reflejando el aumento en la aversión al riesgo por parte de los inversionistas, que se ha traducido en un incremento importante de los índices de riesgo país. Un factor adicional que contribuye al encarecimiento del costo de los títulos de deuda de países como el nuestro, es la disminución de los precios de las materias primas, principal componente de los ingresos de divisas.

Gráfico N° 4
Evolución del Riesgo País
(enero 2007- diciembre 2008)



Durante el 2009, ante una potencial profundización de la desaceleración económica se espera que los bancos centrales continúen recortando o manteniendo las tasas de interés bajas a nivel mundial. Este escenario implicaría

¹² Estados Unidos, países de la zona Euro y Japón.

¹³ Muchos analistas consideran que ésta se prolongará más allá del 2009.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

también menores niveles en las tasas de mercado, que contribuirían a disminuir el pago de los intereses de la deuda pactada a tasa variable¹⁴ y crearían un clima propicio para evaluar la ejecución de operaciones de cobertura a tasa fija. Respecto al costo que enfrentarán las economías emergentes para acceder a nuevo financiamiento en los mercados de capitales externos, es probable que los actuales niveles persistan, en tanto se mantenga la mayor aversión al riesgo y los menores precios de las materias primas.

En lo que concierne a la evolución de las monedas, desde el inicio de la crisis financiera el dólar se ha fortalecido frente al euro y se depreció respecto al yen, constituyéndose para muchos inversionistas en la principal moneda de refugio ante la actual crisis; sin embargo ante las nuevas medidas dictadas por la Reserva Federal¹⁵, las menores tasas de interés en dólares restarían atractivo a la moneda estadounidense y, eventualmente, propiciarían su depreciación frente a una canasta de monedas. La apreciación del euro y el yen¹⁶ respecto al dólar, incrementarían el servicio en dólares equivalentes que tendría que atenderse, no obstante considerando que la mayor parte de nuestras obligaciones externas están denominadas en la moneda estadounidense¹⁷, un escenario en el que el nuevo sol se apreciase significativamente, compensaría con creces ese potencial efecto negativo, brindando en términos netos la posibilidad de reducir los recursos en moneda local destinados al pago de deuda durante el año.

Respecto al plano interno, se espera que las presiones inflacionarias sigan cediendo de manera gradual durante el año 2009, por efecto de la reducción de los precios del petróleo y de otros commodities, dando espacio para que el Banco Central pueda empezar a flexibilizar su política monetaria. La fortaleza de la demanda interna, influirá en el ritmo de desaceleración de la inflación.

De esta manera, las tasas de interés nominales en nuevos soles, tenderían a bajar a lo largo de la curva de rendimiento, contribuyendo a reducir los costos de captación de la República en el mercado doméstico, situación que podría alterarse por efecto de variaciones desfavorables en el tipo de cambio. En los últimos meses el nuevo sol ha revertido su tendencia a apreciarse frente al dólar debido a la mayor aversión al riesgo de los inversionistas a invertir en monedas de países emergentes. Si bien los movimientos del tipo de cambio guardarán estrecha relación con el comportamiento de la balanza comercial y los factores que influyen en ésta (términos de intercambio, así como volúmenes exportados e importados), se espera que los actuales diferenciales entre las tasas de interés en dólares y nuevos soles, apoyen el fortalecimiento de la moneda local.

ESCENARIOS PARA CUANTIFICAR EL RANGO DE METAS

Sobre la base del contexto vigente en los mercados, los objetivos de la gestión de deuda, las previsiones sobre la evolución de las variables macroeconómicas, las necesidades de financiamiento contempladas en el MMM, así como la posibilidad de realizar operaciones de administración de deuda, se han elaborado tres escenarios a fin de establecer los valores mínimos y máximos de

¹⁴ Alrededor del 20% de las obligaciones que se atenderán en los próximos tres años se encuentran pactadas a tasas LIBOR a 6 meses.

¹⁵ Con fecha 16 de diciembre de 2008, la FED redujo su tasa de interés de referencia a un rango entre 0% y 0,25%.

¹⁶ Las obligaciones contratadas en estas monedas representan alrededor del 12% del total de la deuda.

¹⁷ El 43% del portafolio está pactado en dólares.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
“AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

un rango referencial de metas para distintos indicadores de riesgo, que se tratará de alcanzar, en función de las condiciones de mercado, al cierre del 2009.

El Escenario base (E-1) considera el financiamiento de los requerimientos fiscales programados y la ejecución de algunas operaciones de administración de pasivos. Las condiciones macroeconómicas y de mercado en las que se desenvolvería este escenario son conservadoras pero están en línea con lo que esperan los agentes económicos en la actual coyuntura, considerando que se mantendrá el manejo responsable de la política fiscal y monetaria de los últimos años. No se prevé un cambio sustancial en el contexto vigente en los mercados.

El segundo Escenario es uno optimista (E-2), que supone una mejora importante en las variables macroeconómicas (entre ellos mayor crecimiento del PBI, mejores resultados primarios) y de mercado (reducción de tasas de interés, apreciación del nuevo sol, entre otros) que hacen posible cubrir los requerimientos financieros, así como llevar a cabo un mayor número de operaciones de administración de deuda en condiciones más favorables en términos de costo y riesgo.

El tercero es un Escenario pesimista (E-3), en el que además de obtener los recursos estimados para el financiamiento del año se realiza un número reducido de operaciones de manejo de pasivos, en un contexto adverso en el desenvolvimiento de las variables macroeconómicas y de mercado.

En el siguiente cuadro, se muestran los rangos de metas referenciales de los diferentes indicadores de seguimiento de los riesgos del portafolio de pasivos públicos para el 2009, los mismos que son consistentes con la estrategia de deuda orientada fundamentalmente a reducir la exposición al riesgo cambiario y de refinanciamiento de la deuda.

Cuadro Nº 2
Metas cuantitativas referenciales al cierre de 2009

Concepto	Diciembre 2008 ^{1/}	Diciembre 2009
Porcentaje de nuevos soles en el portafolio	41,5%	37% - 43%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	67,1%	67% - 70%
Vida Media (años)	11,4	11 - 13
VMR (Vida Media para fijar una nueva tasa para la deuda) (años)	9,8	10 - 11
Coefficiente de concentración del servicio de amortizaciones anuales de la deuda pública ^{2/}	66,0%	36% - 14%
Porcentaje de financiamiento con bonos en moneda local ^{3/}	26,8%	35% - 50%

1_/ Cifra preliminar determinada a partir de la base de datos de setiembre de 2008 a la que se le adiciona el efecto de las operaciones ejecutadas a diciembre de 2008 y el endeudamiento neto (desembolsos menos amortizaciones) para el cuarto trimestre del año.

2_/ Mide la desviación del servicio de amortizaciones del portafolio por encima de niveles máximos predeterminados. Este indicador, permite evaluar la presión de pagos (riesgo de refinanciamiento) y constituye un elemento adicional para definir la política sobre los plazos del nuevo endeudamiento a contratar.

3_/ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deuda.

Cabe precisar que el cumplimiento de las metas dependerá de las condiciones prevalecientes en el mercado, la viabilidad de implementar algunas operaciones de manejo de deuda, la continuidad de la estabilidad macroeconómica interna y la situación del contexto internacional.

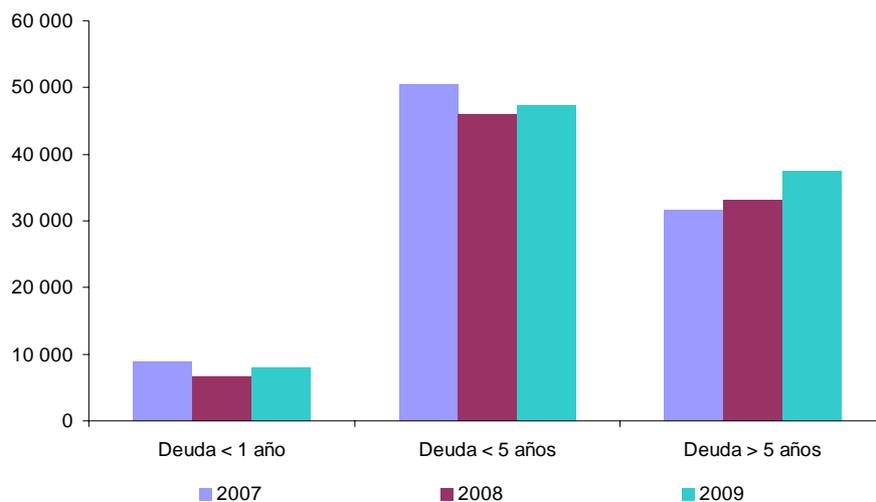
5. CUANTIFICACIÓN DE LOS RIESGOS DEL PORTAFOLIO PARA EL AÑO 2009

Con el propósito de analizar los riesgos a los que estaría expuesto el portafolio de deuda al finalizar el 2009, se ha tomado como parámetro referencial la posición conservadora representada por el Escenario base (E-1).

RIESGO DE REFINANCIAMIENTO

Se espera que el perfil de vencimientos de la deuda pública siga mostrando progresos que se materialicen en una reducción gradual de los pagos a realizarse en los años más próximos, reduciendo así las presiones sobre la caja fiscal. (Ver Gráfico N° 5). De esta manera, en el Escenario E-1, a diciembre de 2009 el porcentaje de vencimientos de deuda mayores a 5 años, se proyecta en alrededor de 48%, lo cual implicaría un incremento de 9% respecto a la posición de diciembre de 2007, en el que dicho porcentaje fue de 39% aproximadamente.

Gráfico N° 5
Plazo de maduración del portafolio de deuda
(En millones de nuevos soles)



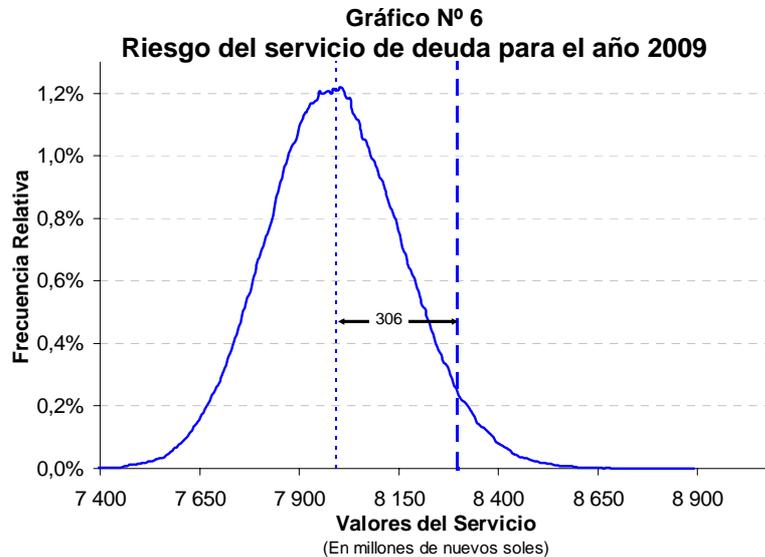
Asimismo, a pesar que la vida media del portafolio se reduce inercialmente cada año, la captación cada vez mayor de recursos a largo plazo así como la ejecución de operaciones de administración de deuda, contribuyeron a que este indicador mantenga valores superiores a 11 años en los últimos dos años, proyectándose que a finales de 2009, pueda situarse en alrededor de 12,0 años.

Por otro lado, un análisis del servicio en riesgo (SeR¹⁸) arroja que el servicio de deuda estimado para el año 2009, con un nivel de confianza del 95%, ascendería a un monto aproximado de S/. 8 298 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

¹⁸ 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.

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
 “AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

percentil 95% y el promedio), alcanzaría el valor de S/. 306 millones (Ver Gráfico N° 6).

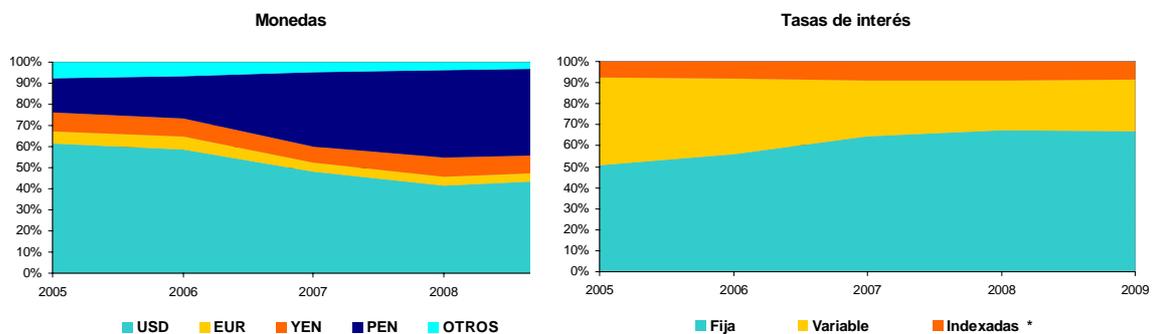


RIESGO DE MERCADO

En línea con la modificación progresiva de la composición del portafolio, durante los últimos años se ha logrado disminuir de manera sostenida la vulnerabilidad de la deuda al riesgo de mercado, derivado de las fluctuaciones de las tasas de interés y los tipos de cambio. Para 2009 se proyecta consolidar la participación de los nuevos soles en el total de obligaciones, alcanzando niveles superiores al 40% a diciembre de 2009, cifra significativamente mayor al 16,4% que representaba en el año 2005 (Ver Gráfico N° 7). De manera similar, se espera que el porcentaje a tasa fija se ubique en 67% para fines de diciembre de 2009, 16% más que en el 2005.

Gráfico N° 7

Riesgo del servicio de deuda para el año 2009 por monedas y tasas de interés

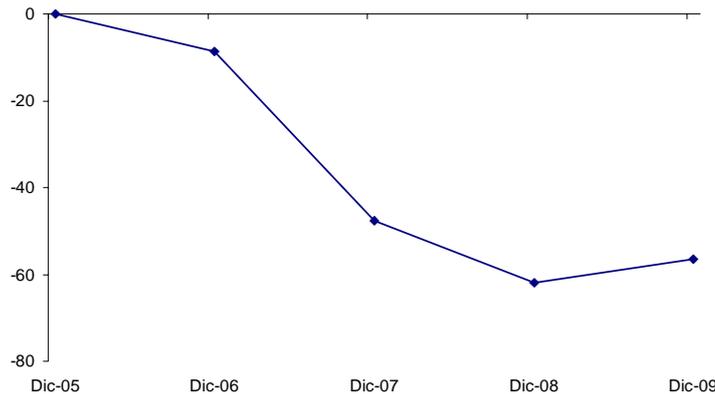


* La deuda indexada incluye Bonos Soberanos (2,9%) y Bonos ONP (7,1%).

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
 “AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

Una medición del riesgo cambiario del stock de deuda pública¹⁹, arroja que éste ha disminuido significativamente en relación al año 2005, consistentemente con el incremento gradual de la participación de los nuevos soles en el portafolio. En el escenario base, para fines del año 2009 se espera una caída superior a la del año 2007, aunque ligeramente menor a la del cierre de 2008 (Ver Gráfico N° 8).

Gráfico N° 8
Variación del riesgo cambiario en el stock de deuda
 (En millones de US\$)



6. RATIOS DE DEUDA, INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD Y PERFIL DE AMORTIZACIONES

El Cuadro N° 3 muestra los ratios de la deuda total de mediano y largo plazo, del servicio (amortización e intereses) y del flujo de intereses de la deuda dinámica para el Escenario E-1.

Cuadro N° 3
Ratios de la deuda pública de mediano y largo plazo
 (En porcentaje del PBI)

	2008	2009	2010	2011
Deuda de M y L plazo/PBI	22,64%	22,14%	20,41%	18,65%
Servicio de M y L Plazo/PBI	0,60%	2,03%	2,03%	2,07%
Intereses de M y L Plazo/PBI	0,30%	1,21%	1,18%	1,12%

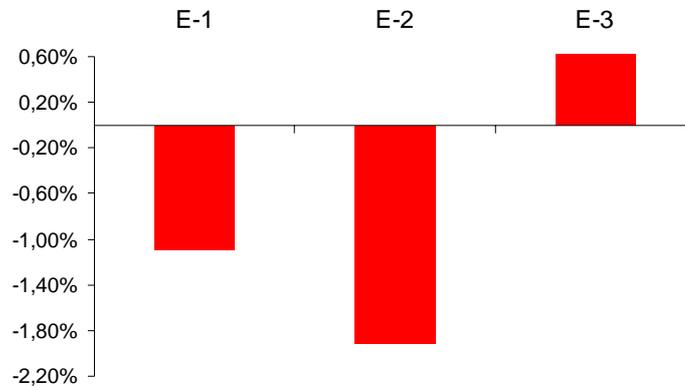
Para evaluar el desempeño del ratio de **deuda pública de mediano y largo plazo** se utilizó el indicador de sostenibilidad²⁰. Del análisis de los escenarios considerados se colige que la deuda pública de mediano y largo plazo es sostenible en los Escenarios E-1 y E-2. En el Escenario adverso (E-3) con un crecimiento menor del PBI que el esperado y bajo condiciones negativas en los precios de las variables financieras en el futuro, la deuda no sería sostenible (Ver Gráfico N° 9).

¹⁹ Para cuantificar este riesgo se consideró como parámetro referencial la composición por monedas de la deuda pública en el año 2005. Suponiendo constante esta composición, se calcula las variaciones de los porcentajes de monedas en los portafolios de los siguientes años, respecto al año 2005 y se asume una apreciación del 1% en el dólar, yen y euros con respecto al nuevo sol a fin de obtener los diferenciales entre ambas posiciones.

²⁰ Este indicador se define como la diferencia del superávit primario de equilibrio y el promedio ponderado de los superávits primarios proyectados, como ratios del PBI. El superávit de equilibrio es aquel que asegura que el ratio de deuda sea constante en el tiempo. Si el indicador tiene signo negativo, entonces la deuda pública de mediano y largo plazo es sostenible.

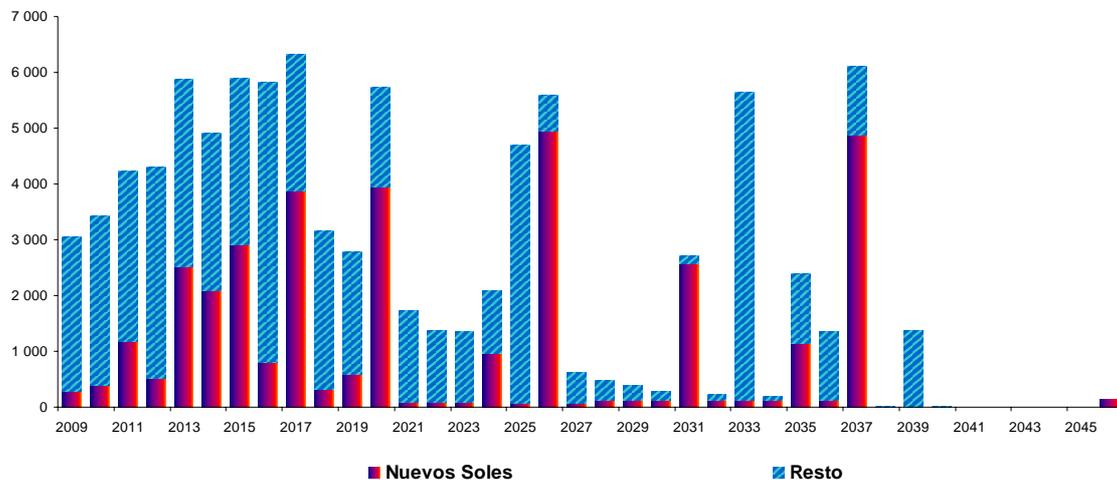
“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
 “AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

Gráfico N° 9
Indicador de sostenibilidad de la deuda pública de mediano y largo plazo
 (Porcentaje del PBI)



Finalmente, el perfil dinámico de la deuda que incorpora las operaciones de administración de deuda previstas para el año 2009, muestra una significativa desconcentración de vencimientos en los años inmediatos, en comparación a la deuda pasiva mostrada en el Gráfico N° 1.

Gráfico N° 10
Proyección del servicio de deuda pública dinámica
 (En millones de nuevos soles)



7. EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE DEUDA DEL AÑO 2008

El deterioro de los mercados de capitales por efecto de la crisis financiera internacional observado en los últimos meses, redujo la confianza de los inversionistas a nivel global y en particular incrementó su aversión al riesgo a tomar posiciones en los países emergentes. La retracción en los niveles de liquidez de los mercados financieros encareció de manera importante las condiciones de acceso a los recursos del mercado, obstaculizando la ejecución de algunas de las operaciones de administración de deuda previstas en el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2008 (PAEAD 2008).

“DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ”
 “AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA CRISIS EXTERNA”

No obstante, durante los primeros meses del año, se llegaron a realizar algunas de estas operaciones, las cuales ayudaron a avanzar en el logro de los principales objetivos establecidos en el PAEAD 2008. De esta manera, no sólo se ha continuado mitigando la exposición a los riesgos de mercado y de refinanciamiento del portafolio, sino también, se sigue contribuyendo a fortalecer el cumplimiento de las metas que el gobierno se ha impuesto en materia económica.

El Cuadro N° 4, resume el nivel de los indicadores de deuda obtenidos a diciembre de 2008 frente a las metas previstas en el PAEAD 2008. Estos resultados evidencian los esfuerzos llevados a cabo a pesar del contexto poco favorable de los mercados financieros internacionales y locales.

En general, los indicadores de porcentaje de nuevos soles y tasas de interés del portafolio de deuda, así como el de vida media y VMR, se encuentran en un nivel muy cercano al límite superior del rango considerado en el PAEAD 2008, mientras que el coeficiente de variación de amortizaciones y el porcentaje de financiamiento en moneda local, cerraron con valores que no están en línea a lo previsto, debido principalmente a que las nuevas condiciones imperantes en el mercado impidieron realizar algunas de las operaciones de administración de deuda planeadas.

Cuadro N° 4
Evaluación de las metas cuantitativas referenciales
contemplados en el PAEAD 2008 al cierre del año 2008

Concepto	Diciembre 2008 Meta PAEAD	Diciembre 2008 1_/
Porcentaje de nuevos soles en el portafolio total 2_/	35% - 42%	41,5%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio 2_/	63% - 69%	67,1%
Vida Media (años)	11 - 12	11,4
VMR (Vida Media para fijar una nueva tasa para la deuda) (años)	9 - 10	9,8
Coeficiente de variación de amortizaciones anuales 3_/	63% - 58%	66,0%
Porcentaje de financiamiento en moneda local	44% - 49%	26,8%

Fuente: DNEP – MEF

1_/ Cifra preliminar determinada a partir de la base de datos de setiembre de 2008 a la que se le adiciona el efecto de las operaciones ejecutadas a diciembre de 2008 y el endeudamiento neto (desembolsos menos amortizaciones) para el cuarto trimestre del año.

2_/ Incluye deuda de la Oficina de Normalización Provisional (ONP).

3_/ La metodología de cálculo de este indicador ha cambiado para el año 2009.