

Operaciones de administración de deuda

y sus efectos en la composición de la DEUDA PÚBLICA EN EL PERÚ

JUAN SÁNCHEZ*, KARLA CORREA**,
IAN CARRASCO*** Y JUAN CELI****



* Especialista, Departamento de Estadísticas Fiscales del BCRP
juan.sanchez@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Estadísticas Fiscales del BCRP
karla.correa@bcrp.gob.pe



*** Especialista, Dirección de Política Fiscal del MEF
icarrasco@mef.gob.pe



**** Analista, Dirección de Política Fiscal del MEF
jceli@mef.gob.pe

En el presente artículo, se muestra a las operaciones de administración de deuda (OAD) como un instrumento de la gestión de la deuda pública para mitigar su exposición a riesgos financieros (tipo de cambio, tasa de interés y refinanciamiento) y contribuir a la sostenibilidad fiscal de un país. Además, se muestra la evolución de la composición de la deuda pública de Perú en términos de moneda, tasa y plazos, así como las OAD realizadas durante los últimos 20 años.

CONCEPTOS PRELIMINARES

La sostenibilidad fiscal¹ es uno de los principales pilares de la estabilidad macroeconómica, y también es condición necesaria para que la política fiscal pueda tener efectos positivos sobre el crecimiento y el bienestar de un país².

En particular, uno de los elementos relevantes de la sostenibilidad fiscal de un país es la composición³ de su deuda pública⁴. Al respecto, una adecuada composición de la deuda pública refuerza la resiliencia de las finanzas públicas a los impactos negativos de la materialización de riesgos financieros.

Según el FMI (2014b) y Banco Mundial (2017), la deuda pública está expuesta principalmente a tres riesgos financieros:

- **Riesgo de tipo de cambio:** Se refiere al riesgo de que el saldo de la deuda pública se incremente ante una subida del tipo de cambio⁵. Existe una mayor exposición al riesgo de tipo de cambio cuando se tiene una alta proporción de deuda pública en moneda extranjera⁶.
- **Riesgo de tasa de interés:** Este riesgo tiene 2 ámbitos:
 - Se refiere al riesgo de que se incremente el pago de intereses del saldo vigente de deuda pública frente a una subida de tasas de interés. Existe una mayor exposición al riesgo de tasa de interés cuando se tiene una alta proporción de deuda pública pactada a tasa variable.
 - También se refiere al riesgo de que los nuevos endeudamientos sean pactados a una tasa de interés más alta ante un incremento inesperado de las tasas de interés. Existe una mayor exposición a este riesgo en la medida que se ten-

gan mayores necesidades de financiamiento, las cuales equivalen a la suma del déficit fiscal más amortizaciones de la deuda pública en un determinado periodo.

- **Riesgo de refinanciamiento⁷:** Se refiere al riesgo de refinanciar los vencimientos de la deuda pública (amortizaciones) a una tasa de interés más elevada o, en el extremo, que no se pueda realizar tal refinanciamiento⁸. Existe una mayor exposición al riesgo de refinanciamiento cuando se tiene una alta concentración de vencimientos de la deuda pública en el corto plazo (lo cual es consistente con una vida media “baja”⁹).

En ese sentido, una composición favorable de la deuda pública se refleja en una proporción alta a tasa fija, una proporción alta en moneda local y una baja concentración de vencimientos en el corto plazo, pues así se mitiga la exposición de la deuda pública a los riesgos financieros ya mencionados. Del lado contrario, una desfavorable composición puede exacerbar los efectos de los episodios de crisis de deuda pública. Por ejemplo, una alta proporción de deuda en moneda extranjera podría agravar de forma significativa el nivel de endeudamiento público¹⁰, como sucedió en Argentina en 2001 cuando su nivel de deuda se duplicó abruptamente debido a la depreciación de la moneda local¹¹. Además, una alta proporción de deuda pública en el corto plazo puede tener efectos negativos significativos, como pasó en México (1994)¹² y Rusia (1998)¹³ con sus bonos soberanos.

Así, considerando la relevancia de una favorable composición de la deuda pública para mitigar su exposición a riesgos financieros y contribuir con la sostenibilidad fiscal, en FMI (2014a) se desarrolla el enfoque de Sovereign Assets & Liability Management (SALM). Este enfoque es

1 De acuerdo con Balassone y Franco (2000), la sostenibilidad fiscal se refiere a la capacidad de un Estado para sostener sus gastos, impuestos y políticas de largo plazo sin caer en la insolvencia o el *default* de su deuda pública. De esta forma, la sostenibilidad fiscal se relaciona estrechamente con la sostenibilidad de la deuda pública.

2 Para un mayor detalle, se sugiere revisar Carrasco y Sánchez (2023).

3 La composición de la deuda pública se define principalmente en términos de moneda (local o extranjera), tasas (fija o variable), plazos (corto, mediano o largo plazo), instrumentos (bonos o créditos) y acreedores (externos o internos).

4 La sostenibilidad fiscal también se evalúa a través de la dinámica de la deuda pública de un país y de los ahorros fiscales. De esta manera, un país tiene un mayor grado de sostenibilidad fiscal si tiene una deuda pública baja y estable, así como disposición de ahorros fiscales. Para un mayor detalle, se sugiere revisar Carrasco y Sánchez (2023).

5 Además, también se refiere al riesgo de que el servicio de la deuda pública se incremente ante una subida del tipo de cambio, lo cual podría conllevar a un incremento del déficit fiscal. El servicio de la deuda pública se refiere a la suma del pago de intereses y del pago de amortizaciones de la deuda pública.

6 Esto considerando que las cuentas fiscales son registradas en moneda local, por lo que el efecto del incremento del tipo de cambio genera que la deuda pública en moneda extranjera se incremente cuando es convertida a moneda local.

7 Según Jonasson y Papaioannou (2018), el riesgo de refinanciamiento depende del riesgo de liquidez. Por ejemplo, si un país se enfrenta a una amplia liquidez y apetito de mercado, no habría dificultades en refinanciar los vencimientos de la deuda pública. Sin embargo, si los inversores son adversos al riesgo con respecto a la deuda pública, es probable que prefieran solo otorgar financiamiento a corto plazo y exijan primas de riesgo elevadas. En estas circunstancias, cualquier noticia percibida como negativa para el país podría hacer que incluso no otorguen financiamiento. Es por ello que una alta concentración de vencimientos en el corto plazo genera una mayor exposición al riesgo de refinanciamiento.

8 En la medida en que el riesgo de refinanciación se limita al riesgo de que la deuda pública tenga que ser financiada a tasas de interés más altas, puede considerarse un tipo de riesgo de tasa de interés. Sin embargo, a menudo se trata por separado porque la incapacidad de refinanciar la deuda pública que vence o aumentos excepcionalmente grandes en los costos de financiamiento del Estado pueden conducir a una crisis de deuda pública o exacerbarla.

9 La vida media de la deuda pública expresa el tiempo promedio ponderado (en años) en el que se deben pagar las amortizaciones de la deuda pública. Para ello, se consideran los calendarios de pagos de amortizaciones de cada crédito o bono soberano, y se ponderan estos pagos en función a su tamaño respecto del *stock* total de la deuda pública.

10 Según Powell y Valencia (2023), la deuda en moneda extranjera aumenta la vulnerabilidad financiera dado que tras un *shock* negativo el tipo de cambio tendría que depreciarse bruscamente, lo que elevaría de forma automática el ratio de deuda pública sobre PBI.

11 Así, la alta proporción de la deuda pública en moneda extranjera (alrededor de 98 por ciento en 2001) contribuyó a la abrupta subida de la deuda pública, que pasó de 53,7 por ciento del PBI en 2001 a 149,9 por ciento del PBI en 2002. Para más información, revisar Sturzenegger y Zettelmeyer (2006).

12 Según Hernández y Villagomez (2000), en 1994 se observó un escenario en el que el promedio de vencimiento fue corto y la deuda próxima a madurar se concentró en unas cuantas fechas, por lo que el gobierno mexicano tuvo que prestar grandes cantidades de dinero durante la segunda mitad de 1994. Asimismo, la devaluación del peso mexicano en 15 por ciento por parte del gobierno en diciembre de 1994 contribuyó al rápido retiro de capitales y a una posterior gran crisis financiera.

13 En específico, fue con sus GKO (*gosudarstvennoye kratkosrochnoye obyazatelstvo*), los cuales se refieren a deuda de muy corto plazo y con tasas altas emitida para atenuar de forma temporal los efectos negativos de la caída de los precios del petróleo en las finanzas públicas de Rusia. Así, el colapso del mercado de GKO conllevó una fuerte depreciación del rublo ruso y, a su vez, la crisis financiera. Para más detalles, ver Berglöf et al. (2009).

parte de una estrategia general de gestión macroeconómica y tiene como objetivo detectar y mitigar las exposiciones del balance del Estado a diversos riesgos. Cabe señalar que la SALM incluye tanto activos financieros (fondos soberanos, depósitos del sector público en el sistema financiero, entre otros) y los no financieros (activos fijos, infraestructura pública, entre otros), así como los pasivos financieros (deuda pública, entre otros) y los no financieros (pasivos pensionarios, entre otros).

Las operaciones de administración de deuda (OAD) son uno de los diversos elementos que tiene la SALM para contribuir con la sostenibilidad fiscal. Para ello, es relevante ubicar a las OAD dentro de las diversas clasificaciones de líneas de acción que tiene la SALM, tal como se muestra en el Gráfico 1 y como se detalla en los siguientes párrafos:

- Una dimensión relevante de la SALM es la gestión de la deuda pública, la cual hace referencia al conjunto de acciones orientadas¹⁴ para asegurar el financiamiento de las operaciones del Estado y modificar la composición de la deuda pública para reducir su exposición a diversos riesgos financieros.
- En específico, para modificar la composición de la deuda pública existen dos acciones relevantes:
 - Priorizar el nuevo endeudamiento para que tenga una composición favorable, es decir, en moneda local, a tasa fija y con plazos no cortos. Todo ello sujeto a la situación de los mercados financieros (liquidez, volatilidad de tasas de interés, entre otros).
 - Realizar recomposiciones del actual *stock* de deuda pública con el objetivo de incrementar

la participación de la deuda en moneda local, a tasa fija y a plazos no cortos. Ello se realiza principalmente mediante OAD.

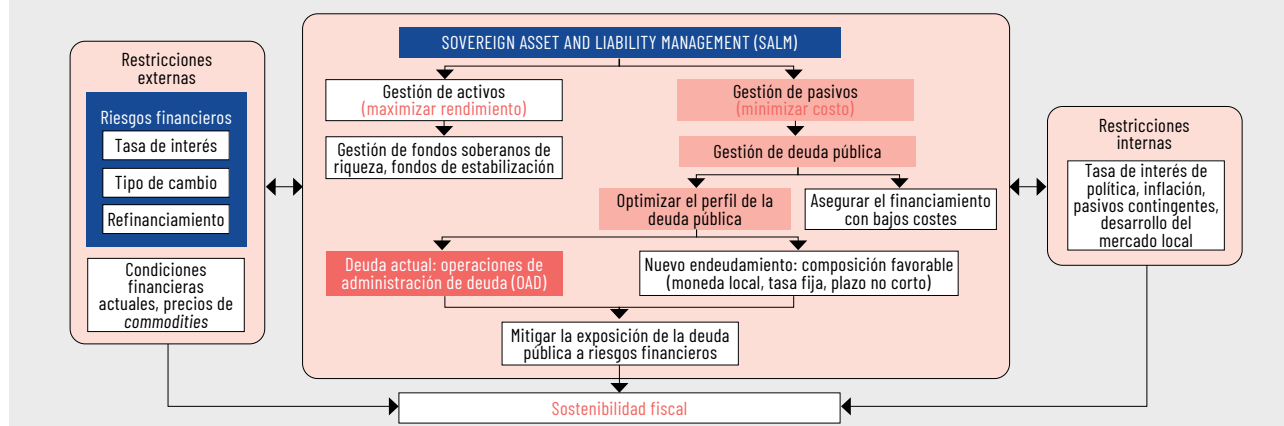
- Según el Banco Mundial (2022), el reperfilamiento de la deuda pública mediante OAD se realiza a través de la emisión de nueva deuda (que tiene una composición favorable en términos de moneda, tasa o plazo) para cancelar una deuda antigua (que no tiene una composición “favorable” en términos de moneda, tasa o plazo). Con este reperfilamiento, la OAD contribuye a reducir la exposición de la deuda pública a sus principales riesgos financieros señalados en párrafos previos. Las OAD usualmente adquieren la forma de recompras e intercambios¹⁵.

OPERACIONES DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA EN PERÚ

En Perú, la gestión de activos y pasivos financieros del Estado ha tenido diversos hitos importantes (Cuadro 1). Desde hace más de 20 años se ha perfeccionado esta gestión con medidas orientadas a modificar la estructura de la deuda pública, fomentar el desarrollo del mercado local de deuda pública y ampliar la base de inversionistas.

Uno de los principales hitos es el establecimiento de la Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos (Egiap) en 2013¹⁶. La Egiap es el equivalente a la SALM y se enfoca específicamente en activos y pasivos financieros del Estado. Entre sus principales lineamientos¹⁷ se encuentran el diseño de la composición del perfil de la deuda pública y la gestión de los activos financieros, y el desarrollo del mercado de deuda pública local.

GRÁFICO 1 ■ OAD como elemento de la SALM para mitigar la exposición de la deuda pública a riesgos financieros



FUENTE: FMI (2014b).
ELABORACIÓN PROPIA.

14 Además, la gestión de la deuda pública también debe cumplir con otros objetivos, como el desarrollo y mantenimiento de un mercado eficiente de los bonos soberanos para mantener una curva de rendimiento líquida que sirva como referencia para dinamizar el mercado de capitales local. Para más información, se sugiere revisar Chávez et al. (2020).

15 Según el Akcadag et al. (2015), las recompras permiten cancelar deuda pública de forma anticipada mediante el pago de efectivo, mientras que los intercambios implican acuerdos que tienen el mismo objetivo, mediante la sustitución de deuda existente por la emisión de nueva deuda.

16 Para más detalles, revisar la siguiente página: <https://www.mef.gob.pe/es/gestion-de-activos-y-pasivos-sp-2620>

17 La Egiap promueve 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 1 ■ Hitos de la gestión de activos y pasivos financieros del Estado en Perú

Norma	Descripción
Estrategia de Colocaciones y de Operaciones del Manejo de Deuda Pública (2003)	Primer reglamento del Programa de Creadores de Mercado con el fin de fomentar el desarrollo del mercado de deuda pública doméstico, fundamentalmente a tasa fija y en moneda nacional.
Ley 28563: Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento (2005)	Esta fue perfeccionándose con normas complementarias para adaptar la gestión de la deuda pública a la mayor integración del país con los mercados financieros internacionales.
Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos (2013)	Establece los lineamientos sobre la estrategia financiera del Estado para profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública, contribuyendo a asegurar la sostenibilidad fiscal, y un instrumento de planeamiento multianual de la gestión del balance financiero del Estado.
Suscripción del convenio con la plataforma Euroclear (2015)	Tuvo como objetivo el contribuir con la mayor liquidez y profundidad del mercado de deuda pública, así como para continuar diversificando la base de inversionistas y facilitando a los inversionistas no residentes el acceso a instrumentos de deuda en moneda local.
D.L. 1437: Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Endeudamiento Público (2018)	Adapta la gestión de la deuda pública con un enfoque más completo de gestión de riesgos fiscales contemplando un manejo integral del balance financiero del Estado.
R.M. 221-2021-EF/52. Marco del Bono soberano sostenible (2021)	Los recursos obtenidos de estos bonos son dirigidos a financiar gasto público relacionado con proyectos verdes y proyectos sociales. Entre sus principales ventajas se tienen las siguientes: posibilidad de obtener una menor tasa de interés que un bono convencional, diversificar el portafolio de inversionistas de bonos soberanos y publicación de informes periódicos sobre el uso de estos recursos.

FUENTE: CARRASCO Y SÁNCHEZ (2023).

CUADRO 2 ■ Operaciones de administración de deuda en Perú

Año	Operaciones de administración de deuda				Activos financieros		
	S/ millones	US\$ MM	Porcentaje del PBI	Objetivo		Porcentaje del PBI	Variación en p.p.
				Mejorar el perfil de la deuda	Prepagar deuda pública		
2005	13 366	4 055	5,5	✓	✓	8,5	0,2
2006	4 014	1 222	1,4	✓	✓	8,9	0,4
2007	18 620	5 952	5,8	✓	✓	12,0	3,1
2008	5 844	1 998	1,6	✓	✓	12,9	0,9
2009	24 372	8 104	6,6	✓	✓	13,4	0,5
2010	12 810	4 534	3,0	✓	✓	12,5	-0,9
2011	386	140	0,1	✓		13,9	1,4
2012	250	95	0,0	✓		15,9	2,0
2013	4 663	1 771	0,9	✓	✓	16,4	0,5
2014	4 972	1 739	0,9	✓		16,8	0,4
2015	3 214	980	0,5	✓		17,8	1,0
2016	9 113	2 701	1,4	✓		16,8	-0,9
2017	10 000	3 067	1,4	✓	✓	15,2	-1,6
2018	6 540	1 990	0,9	✓	✓	14,3	-0,9
2019	13 085	3 921	1,7	✓	✓	13,6	-0,7
2020	188	54	0,0	✓	✓	12,3	-1,3
2023	19 939	5 478	2,0	✓		10,4	-2,4
2024	21 135	5 562	2,0	✓		9,7	-0,7

FUENTE: MEF.

Según el Decreto Legislativo 1437, Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Endeudamiento Público, la OAD es una renegociación de las condiciones de la deuda pública y puede adoptar (de manera individual o conjunta) las modalidades de intercambio o canje¹⁸, recompra¹⁹, entre otros²⁰. Con ello, se busca modificar la composición de la deuda pública para que presente una mayor proporción en soles a tasa fija o evitar una alta concentración de vencimientos en el corto plazo.

Durante los últimos 20 años, Perú ha realizado diversas OAD con el objetivo de modificar el perfil de su deuda pública, mediante intercambios de mone-

da local por moneda extranjera que permitieron la reducción de la deuda pública en moneda extranjera y, con ello, el riesgo de refinanciamiento. Asimismo, los superávits económicos obtenidos en los periodos 2006-2008, gracias a los altos precios de *commodities*, permitieron acumular activos financieros y reducir la deuda pública mediante prepagos (Cuadro 2).

Entre las principales OAD destacan las realizadas en 2005, 2007 y 2009 por montos equivalentes a 5,4 por ciento, 6,0 por ciento y 5,2 por ciento del PBI, respectivamente, así como las realizadas recientemente en 2023 y 2024, que destacan por ser financiadas íntegramente

18 Cuando se ofrece a los tenedores de bonos la opción de intercambiar los títulos de deuda por otros nuevos con condiciones distintas.

19 Implica que el Gobierno compre de regreso los propios bonos soberanos antes del vencimiento. Asimismo, el intercambio y la recompra tendrán en cuenta también las condiciones actuales del mercado. Por ejemplo, un entorno de tasas bajas hace atractivo ofrecer bonos con menores tasas a los inversionistas tenedores, mientras que, en condiciones con tasas altas, el Gobierno puede aprovechar la menor cotización del bono soberano para realizar la recompra.

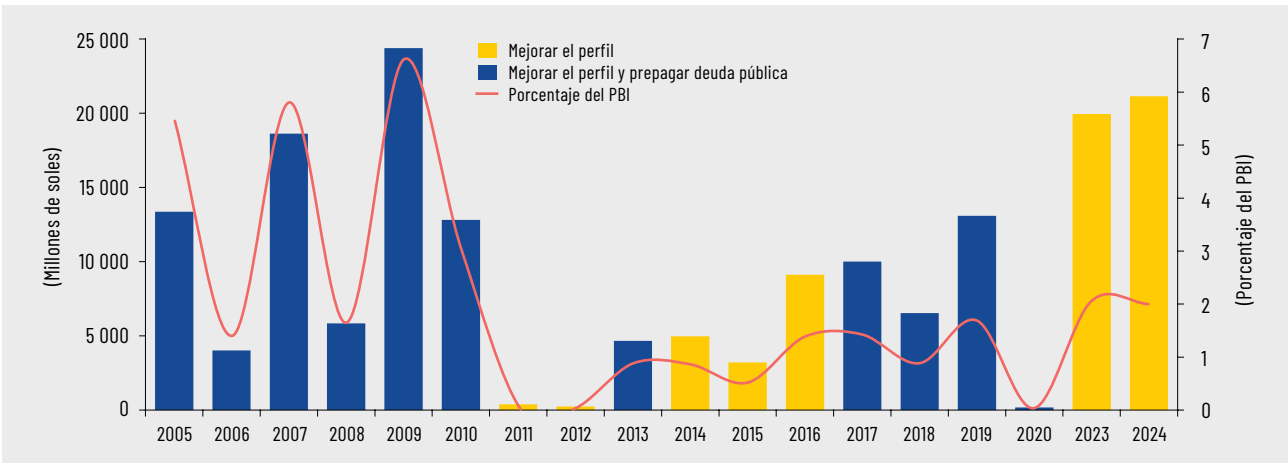
20 Adicionalmente, las OAD pueden tomar la forma de prepagos, refinanciación, reestructuración, conversión, cobertura de riesgos y otras operaciones con efectos similares.

CUADRO 3 ■ Características de las principales OAD realizadas por Perú

Año	Tipo de OAD	Bonos soberanos retirados	Monto		Fuente de financiamiento (bono emitido o intercambiado)	Mitigación de riesgos	
			S/ Millones	US\$ Millones		Refinanciamiento	Cambiario
2023	Recompra	Bonos soberanos 2023, 2024, 2026 y 2028	6 913	1 899	• Emisión de bono soberano 2033 en soles en mercados de capitales internacionales por S/ 9,2 mil millones • Apoyo temporal de Tesoro Público por S/ 3,6 mil millones	• Aumento de la vida media de 12,3 a 12,7 años. • Alivios en el pago del servicio de amortizaciones para los próximos 10 años (2023-2032) por alrededor de S/ 2 000 millones en promedio anual. • Suavizamiento de las amortizaciones de la deuda a lo largo del tiempo.	• Aumento de la posición en soles en el portafolio de deuda de 46,8% a 48,1%. • Reducción de la posición de la deuda externa en el portafolio de deuda de 53,0% a 51,7%.
		Bonos globales 2025, 2026, 2027, 2030 y 2031	5 927	1 628			
		Total de bonos recomprados	12 840	3 528			
	Intercambio	Bonos soberanos 2023, 2024, 2026 y 2028	7 099	1 950	Bonos soberanos 2033 en soles por S/ 7,1 mil millones		
		Total de bonos retirados	19 939	5 478			
2024	Recompra	Bonos soberanos 2024, 2026, 2028 y 2029	7 109	1 871	• Emisión del bono soberano 2039 en soles en los mercados de capitales internacionales por S/ 7,0 mil millones. • Apoyo temporal del Tesoro Público por S/ 5,9 mil millones.	La vida media de la deuda pública se incrementó en 1 año (pasando de 12 años en junio de 2024 a 13 años con efecto de la OAD)	La deuda pública en soles se incrementó en 1,7 p.p. (pasando de 50,9% de la deuda pública total en junio a 52,6% con efecto de la OAD)
		Bonos globales 2025, 2026, 2027, 2030 y 2031	5 790	1 524			
		Total de bonos recomprados	12 899	3 395			
	Intercambio	Bonos soberanos 2024, 2026, 2028 y 2029	8 236	2 167	Bonos soberanos 2039 en soles por un monto equivalente a S/ 8,2 mil millones.		
		Total de bonos retirados	21 135	5 562			

FUENTE: MEF.

GRÁFICO 2 ■ Operaciones de administración de deuda en Perú



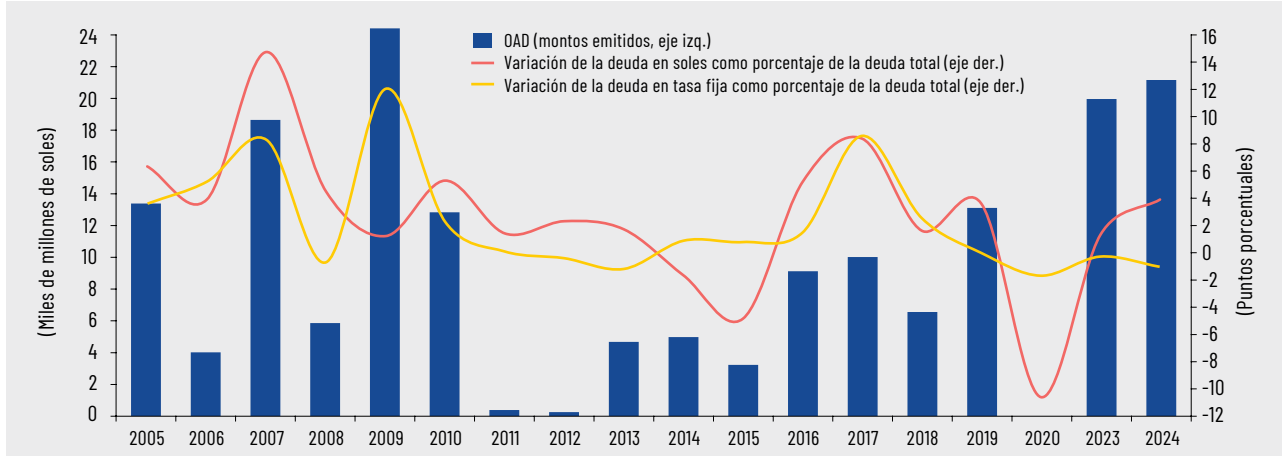
FUENTE: MEF.

en soles y cada una equivale a 2,0 por ciento del PIB. Los detalles de estas OAD se muestran en el Cuadro 3. Como se muestra en los gráficos 3 y 4, las OAD realizadas en los últimos veinte años aumentaron la proporción de la deuda pública en soles y en tasa fija con respecto al total, así como la vida media. Estas operaciones contribuyeron a elevar la vida media de la deuda pública, entre 2001 y 2024, que se incrementó de 8,0 a 13 años en promedio, mientras que la proporción en soles y tasa fija se elevaron de 8,3 a 51 por ciento y de 34,2 a 84,1 por ciento de la deuda pública, respectivamente. Es importante señalar que el perfil de la deuda pública de Perú (así como de otros países emergentes) se deterioró durante la pandemia. Ello debido a que

la COVID-19 generó un incremento significativo de los déficits fiscales a nivel mundial²¹, lo cual conllevó a tomar endeudamiento principalmente en moneda extranjera considerando las tasas de interés en niveles históricamente bajos para estos instrumentos de deuda. Al respecto, la deuda pública de Perú en moneda local pasó de 68 por ciento del total de la deuda en 2019 a cerca de 46 por ciento en 2021. Sin embargo, si bien la proporción de deuda pública de Perú en moneda local se redujo, se limitó el impacto del pago de intereses en sus resultados económicos de los siguientes años²², dadas las bajas tasas de interés que se obtuvieron en dichos endeudamientos en moneda extranjera durante la pandemia.

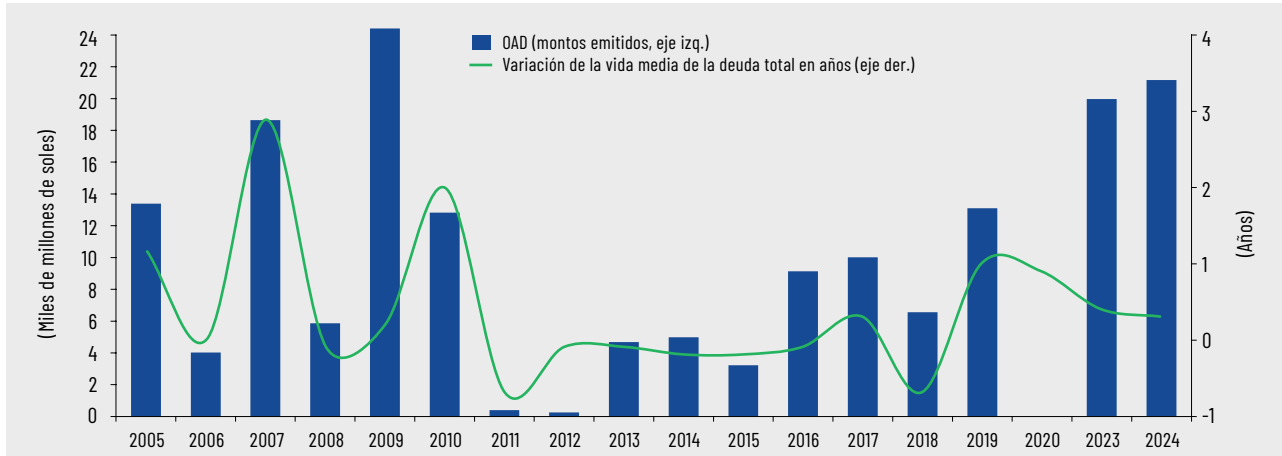
21 Al respecto, el déficit fiscal promedio del mundo pasó de 3,6 por ciento del PIB en 2019 a 9,9 por ciento del PIB en 2020, mientras que el déficit fiscal de Perú pasó de 1,6 por ciento del PIB en 2019 a 8,9 por ciento del PIB en 2020.
22 En el MMM 2025-2028 se estima que el pago de intereses de la deuda pública hubiese sido mayor entre 0,1 y 0,2 p.p. del PIB si los bonos soberanos emitidos entre 2020 y 2021 en los mercados de capitales internacionales hubiesen sido en soles a las tasas de intereses registradas en ese período.

GRÁFICO 3 ■ Perfil de la deuda pública de Perú



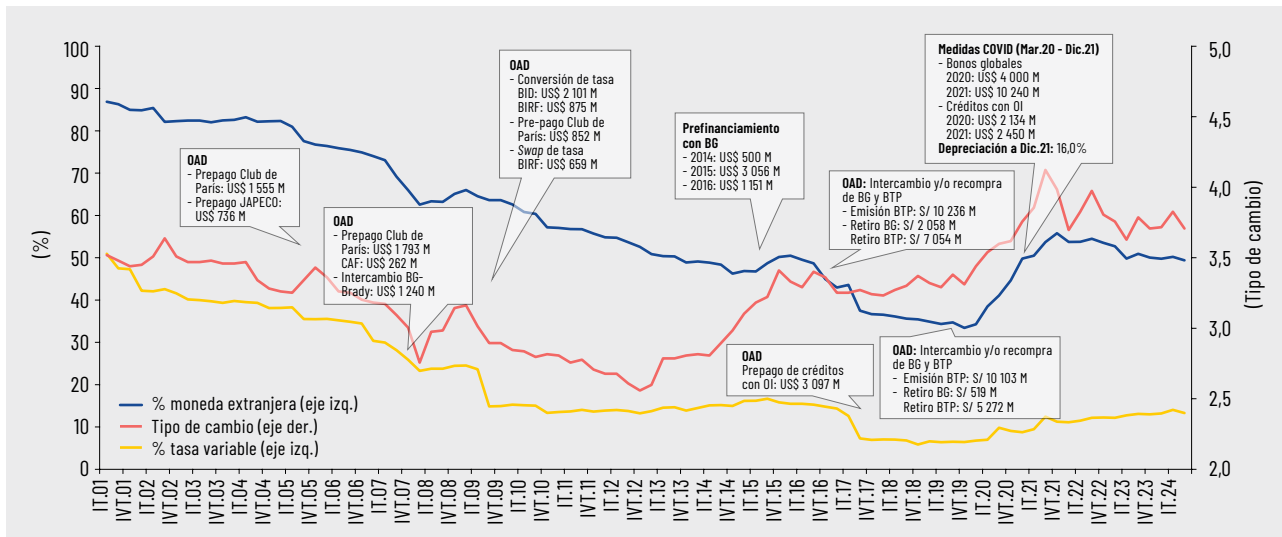
FUENTE: MEF.

GRÁFICO 4 ■ Perfil de la deuda pública de Perú



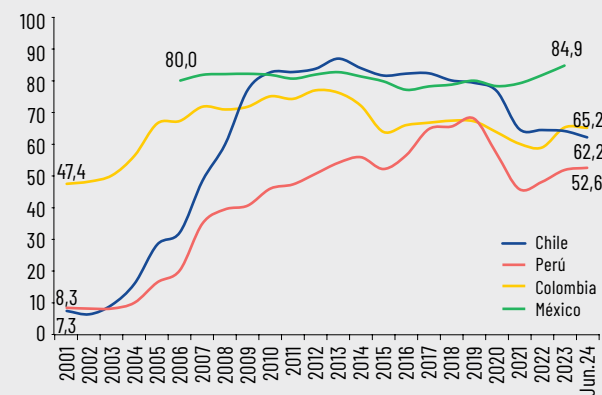
FUENTE: MEF.

GRÁFICO 5 ■ Porcentaje de deuda del SPNF en moneda extranjera y tasa variable (En porcentaje de la deuda bruta del SPNF, soles por dólar)



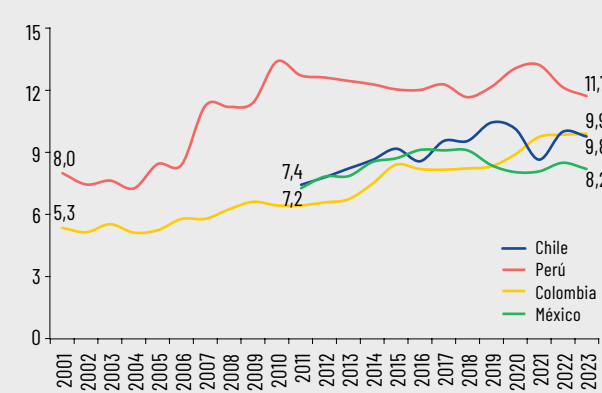
FUENTE: BCRP y MEF.
ELABORACIÓN PROPIA.

GRÁFICO 6 ■ Deuda pública en moneda local (Porcentaje de la deuda pública)



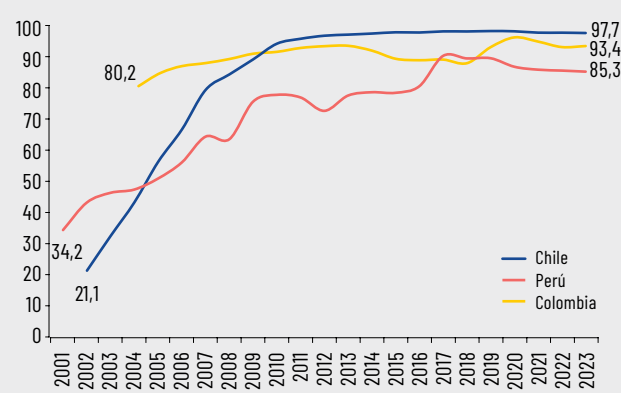
FUENTE: BANCO MUNDIAL, DIPRES, MHCP, BCRP Y MEF.

GRÁFICO 7 ■ Vida media de la deuda pública (Años)



FUENTE: BANCO MUNDIAL, DIPRES, MHCP, BCRP Y MEF.

GRÁFICO 8 ■ Deuda pública en tasa fija (Porcentaje de la deuda pública)



FUENTE: BANCO MUNDIAL, DIPRES, MHCP, BCRP Y MEF.

A partir de 2022, se retomó la priorización de la deuda pública a moneda local y se realizaron importantes OAD en 2023 y 2024. Con ello, la deuda pública de Perú en moneda local pasó de 46 por ciento del total de la deuda en 2021 a cerca de 51 por ciento en el 3T2024.

IMPACTOS DEL INCREMENTO DEL TIPO DE CAMBIO Y DE TASAS DE INTERÉS

Uno de los principales impactos del perfil de la deuda pública del país fue reducir su exposición al riesgo del tipo de cambio. Al respecto, en Carrasco et al. (2024) se estima que:

- Un aumento del tipo de cambio de 10 por ciento eleva la deuda pública en 0,82 p.p. del PBI (con un porcentaje de deuda pública en moneda extranjera de 33 por ciento), que alcanza su máximo valor en el primer trimestre después del choque, mientras que con un porcentaje de dolarización de 56 por ciento, la magnitud se eleva a alrededor de 1,8 p.p. del PBI²³.

La mayor proporción de deuda pública a tasa fija también redujo el impacto de incrementos de las tasas de interés. En Carrasco et al. (2024) se estima que el impacto de un incremento en 100 puntos básicos de la tasa de interés de la deuda pública es no significativo en el corto plazo y alcanza su máximo valor el séptimo trimestre después del choque (0,44 p.p. del PBI²⁴). Al respecto, es relevante mencionar que una elevada proporción de la deuda pública se encuentra a una tasa fija, por lo que cambios significativos en la tasa de interés de la deuda son poco factibles.

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA DE PERÚ RESPECTO DE OTROS PAÍSES

Cabe señalar que la deuda pública en soles de Perú (52,6 por ciento de la deuda pública a junio de 2024) se encuentra por debajo de la deuda pública en moneda local de Colombia (65,2 por ciento de su deuda pública), Chile (62,2 por ciento de su deuda pública) y México (84,9 por ciento de su deuda pública). Por ello, existen márgenes referenciales para continuar incrementando la proporción de la deuda pública en soles, sujeto a las condiciones financieras en los mercados de capitales. Cabe señalar que estos países tienen mercados locales de capitales más desarrollados, que les permiten tener mayor liquidez para endeudarse en moneda local.

América Latina ha realizado esfuerzos por modificar la composición de la deuda pública²⁵. Por ejemplo, en el caso de Perú, Chile, Colombia y México, se evidencia un cambio en los indicadores de deuda

23 Cifra similar a la presentada en el MMM 2025-2028, en el cual se señala que un incremento del tipo de cambio en 10 por ciento generaría que la deuda pública se incrementara en hasta 1,6 p.p. del PBI.

24 Cifra similar a la presentada en el MMM 2025-2028, en el cual se señala que un incremento del tipo de cambio en 10 por ciento generaría que la deuda pública se incrementara en hasta 0,34 p.p. del PBI. Cabe señalar que en dicho MMM también se señala que este evento sería poco probable debido a que una elevada proporción de la deuda pública se encuentra pactada a tasa fija.

25 El FMI (2024) señala que el vencimiento promedio ha aumentado de aproximadamente 5 años en 2004 a aproximadamente 14 años en 2023, un aumento mucho mayor en relación con otros emergentes, mientras que la proporción de deuda pública en moneda extranjera también ha disminuido más en estas economías respecto a otros mercados emergentes entre 2000 y 2023. Esta pasó de casi 80 por ciento a alrededor del 45 por ciento, reducción que ayuda a mitigar los riesgos de refinanciamiento y tipo de cambio.

pública en tasa fija y la vida media. Por un lado, entre 2001 y 2023, la vida media ha aumentado de 8 a 11,7 años en Perú, de 5,3 a 10 años en Colombia, mientras que se elevó de 7,4 a 9,8 años en Chile y de 7,2 a 8,2 años en México entre 2011 y 2023. Por su parte, la proporción a tasa fija supera el 80 por ciento para los tres países, registrando un gran incremento en Chile y Perú.

Para los siguientes años, con base en los lineamientos de la Egiap, se esperaría:

- Continuar priorizando que el nuevo endeudamiento público sea en soles y continuar realizando OAD, sujeto a las condiciones que se presenten en los mercados de capitales (tasas de interés, liquidez, volatilidad, entre otros).
- Continuar profundizando en el mercado de capitales local para incrementar la liquidez en soles que permita que esta fuente de financiamiento de endeudamiento público sea más estable. Si bien es cierto que existe demanda externa por los bonos soberanos peruanos en soles (tal cual se demostró en las OAD realizadas en 2023 y 2024), es relevante contar con un mercado local de capitales sólido que permita absorber adecuadamente las necesidades de financiamiento del sector privado y del sector público.

CONCLUSIONES

La composición de la deuda pública es uno de los elementos relevantes de la sostenibilidad fiscal de un país. Al respecto, una adecuada composición (con una mayor proporción en moneda local, a tasa fija y una baja concentración de vencimientos en el corto plazo) refuerza la resiliencia de las finanzas públicas a los impactos negativos de la materialización de riesgos financieros (como el tipo de cambio, tasa de interés y de refinanciamiento, respectivamente).

Las operaciones de administración de deuda permiten modificar la composición de la deuda pública a través de la emisión de nueva deuda (que tiene una composición favorable en términos de moneda, tasa o plazo) para cancelar una deuda antigua (que no tiene una composición “favorable” en términos de moneda, tasa o plazo).

Perú ha realizado diversas OAD durante los últimos 20 años, las cuales (sumadas a la priorización de nuevo endeudamiento en moneda local, a tasa fija y a plazos no cortos) han permitido modificar la composición de la deuda pública. Así, entre 2001 y 2024, la vida media de la deuda pública se incrementó de 8,0 a 13 años, mientras que la proporción en soles y tasa fija se elevaron de 8,3 a 51 por ciento y de 34,2 a 84,1 por ciento de la deuda pública, respectivamente.

En adelante, aún se tiene espacio para continuar reduciendo los riesgos en la composición de la deuda pública del país, principalmente en lo referido a incrementar su proporción en soles. Al respecto, será importante continuar priorizando que el nuevo endeudamiento sea en soles y continuar realizando

OAD, sujeto a las condiciones que se presenten en los mercados de capitales, así como continuar profundizando el mercado de capitales local para incrementar la liquidez en soles que permita tener un financiamiento público estable a través de endeudamiento en moneda local.

REFERENCIAS

- Akcadag, O., Richard, B., Silva, A. C., & Raghavan, I. (2015). *Bond buybacks and exchanges: background note*. Banco Mundial.
- Amato, A., Belloni, E., Favero, C. A., Gobbi, L., & Priviero, L. (2024). *European sovereign debt risk management: The role of a European Debt Agency*. <https://www.tse-fr.eu/sites/default/files/TSE/documents/sem2024/bdf/favero.pdf>
- Balassone, F., & Franco, D. (2000). *Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU*. Fiscal Sustainability Conference.
- Banco Mundial (2022). *Managing sovereign debt*. En *World Development Report 2022: Finance for an equitable recovery* (203-240).
- Banco Mundial (2017). *Government Debt Management: Designing Debt Management Strategies*. World Bank Treasury Public Debt Management Advisory Services.
- Banco Mundial & Fondo Monetario Internacional (2009). *Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)- Guidance Note for Country Authorities*.
- Berglöf, E., Plekhanov, A., & Rouso, A. (2009). *Historia de dos crisis. Finanzas & Desarrollo*, 15-18. IMF.
- Broner, F., Lorenzoni, G., & Schmukler, S. (2013). *Why do emerging economies borrow short term?* Policy Research Working Paper 3389. Banco Mundial.
- Carrasco, I., Sánchez, J., & Celi, J. (2024). *Dinámica de la deuda pública en Perú y Chile*. XLII Encuentro de Economistas del BCRP. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Proyeccion-Institucional/Encuentro-de-Economistas/2024/ee-2024-s06-p12-sanchez-carrasco-celi.pdf>
- Carrasco, I. y Sánchez, J. (2023). *Sostenibilidad fiscal del Perú pre y pos COVID-19*. *Moneda*, 192, 36-46. BCRP.
- Chávez, D., Chicana, D., & Cuba, W. (2020). *Diagnóstico y propuestas para desarrollar el mercado de capitales peruano*. *Moneda*, 181, 10-16. BCRP.
- Chian, W., Kose, A., Nagle, P., Ohnsorge, F., & Sugawara, N. (2020). *Debt and Financial Crises*. Policy Research Working Paper 9116.
- Fondo Monetario Internacional (2014a). *Sovereign Asset-Liability Management—Guidance for Resource-Rich Economies*.
- Fondo Monetario Internacional (2014b). *Revised guidelines for public debt management*.
- Fondo Monetario Internacional (noviembre de 2002). *Directrices para la gestión de la deuda pública: Documento complementario*. <https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2002/esl/112102s.htm>
- Fondo Monetario Internacional (2024). *Rebalancing Policies and Pressing on with Reforms*.
- Hernández, F., & Villagómez, A. (2000). *La estructura de la deuda pública en México: Lecciones y perspectivas*. Centro de Investigación y Docencia Económicas.
- Holler, J. (2013). *Funding Strategies of Sovereign Debt Management: A Risk Focus*. *Monetary Policy & the Economy*, (2), 51-74. Austrian Central Bank.
- Jonasson, T., & Papaioannou, M. (2018). *A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks*. IMF Working Paper 18/74. IMF.
- Ministerio de Economía y Finanzas (2024). *Marco Macroeconómico Multianual 2025-2028*. https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2025_2028.pdf
- Papaioannou, M. (2011). *Sovereign debt portfolios: risks and liability management operations*. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 16(3), 354-360.
- Powell, A., & Valencia, O. (eds.). (2023). *Lidiar con la deuda: menos riesgo para más crecimiento en América Latina y el Caribe*. BID.
- Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2006). *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. MIT Press.