

UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
ESCUELA DE POSTGRADO

“OPERACIONES DE MANEJO DE PASIVOS Y SU IMPACTO EN LA
CLASIFICACIÓN CREDITICIA DEL PAÍS”

Miguel Ricardo Bravo Tantaleán
José Miguel Ugarte Maggiolo

Trabajo de Investigación presentado
para cumplir con uno de los requisitos
para la obtención del Grado Académico
de Magíster en Finanzas

2006

Expresamos nuestro agradecimiento al profesor Carlos Heeren, por sus recomendaciones y consejos permanentes para el desarrollo del presente documento, así como a nuestras familias, por su invaluable apoyo.

ÍNDICE

	Pág.
AGRADECIMIENTO	II
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I: Identificación de riesgos en la administración de portafolios de deuda	3
1.1. Riesgos que enfrentan los portafolios de deuda	3
1.2. Criterios para la clasificación crediticia de la deuda corporativa y de la deuda soberana	6
1.1.1. Aspectos Generales	6
1.1.2. Criterios para la clasificación de una corporación	9 11
1.1.3. Criterios para la clasificación de un soberano	
1.3. Composición de la deuda soberana de los países	12
1.4. Operaciones de Manejo de Pasivos o Deuda	14
CAPÍTULO II: Análisis del riesgo soberano del Perú	19
2.1. Aspectos Generales	19
2.2. Metodología de selección de empresas comparables	21
2.3. Análisis de la clasificación crediticia peruana	22
2.3.1. Análisis del Límite Superior	22
2.3.2. Análisis del Límite Inferior	24
2.4. Lecciones de la metodología	26
CAPÍTULO III: La Estructura de la Deuda Peruana	29
3.1. Estructura de la Deuda Pública	29
3.2. Análisis de la Deuda Pública Externa Peruana	35
CAPÍTULO IV: Operación de Manejo de Pasivos para Deuda Soberana del Perú	37

4.1. Antecedentes	37
4.2. La Operación	39
4.2.1. Características de la Operación	40
4.2.2. Beneficios para el país	43
4.2.3. Beneficios para el inversionista	43
4.3. Resultados de la Operación	45
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	47
BIBLIOGRAFÍA	49
ANEXOS	51
NOTA BIOGRÁFICA	76

INTRODUCCIÓN

Un país es como una corporación, ya que en ambos se toman decisiones, tanto de inversión como de financiamiento. Dentro de las decisiones de financiamiento, una de las dificultades más importantes en la gestión financiera es la estimación del nivel de endeudamiento, pues una estructura óptima de capital permite a las empresas crear valor. A nivel de un país, esta situación del campo de las finanzas corporativas, no resulta ajena, ya que un adecuado nivel de endeudamiento, así como una adecuada estructura de la deuda con relación a las tasas, monedas y plazos, son algunos de los elementos que determina el riesgo de la deuda soberana, lo que trae como consecuencia una calificación crediticia determinada por parte de las principales empresas clasificadoras de riesgo a nivel internacional.

El objetivo del presente documento es diseñar una metodología de análisis de la deuda soberana que permita la elaboración de una estrategia de manejo de pasivos, cuyo impacto en la clasificación crediticia del Perú sea positivo. En tal sentido, se ha elaborado una propuesta de reperfilamiento de la deuda externa del Perú, que tendrá como efecto económico la reestructuración del cronograma de amortizaciones y la reducción en el saldo de la deuda.

El documento se divide en cinco secciones. El primer capítulo tiene como objetivo presentar el marco teórico relacionado con la gestión de riesgos que enfrentan los portafolios de deuda, los criterios de clasificación crediticia para un soberano y una corporación, la composición de la deuda soberana y el manejo de pasivos.

El segundo capítulo contiene el desarrollo de una metodología sobre el análisis de riesgo soberano del Perú desde el punto de vista de una corporación. La razón de este análisis, recae en el hecho que el país tiene características similares a una corporación, por lo que puede realizarse una analogía

comparativa. Además, se muestra que existen indicadores financieros que permiten evaluar el riesgo financiero de una corporación y que pueden ser replicados para un país. En este capítulo se presenta como limitación, el hecho que en el análisis comparativo de riesgo corporativo y riesgo soberano, en algunos casos y por ausencia de información pública, no se pudo encontrar corporaciones comparables idóneas para algunas de las calificaciones crediticias, debido al efecto “tamaño” de las empresas. Sin embargo, a pesar de esta limitación, los resultados obtenidos, tienen una aproximación razonable para el estudio.

El tercer capítulo muestra la estructura de la deuda peruana y tiene como objetivo desarrollar una descripción sobre la situación de la deuda peruana y analizar el cronograma de vencimientos de obligaciones, así como las oportunidades para generar operaciones de manejo de pasivos que permitan mejorar la posición crediticia del país, las cuales son desarrolladas en el siguiente capítulo.

El cuarto capítulo se orienta a la evaluación de la operación de manejo de pasivos, su implementación y los beneficios de la misma, tanto para el país como para los inversionistas. Esta operación toma como base las conclusiones derivadas de los capítulos II y III.

Finalmente, en el quinto capítulo se desarrollan las conclusiones y recomendaciones del documento, donde se expresa el impacto de la estrategia de manejo de pasivos planteada y las implicancias en la clasificación crediticia de un país.

CAPÍTULO I: Identificación de riesgos en la administración de portafolios de deuda

El presente capítulo tiene como objetivo presentar el marco teórico relacionado con la gestión de riesgos que enfrentan los portafolios de deuda, los criterios de clasificación crediticia para un soberano y una corporación, la composición de la deuda soberana y el manejo de pasivos.

1.1. Riesgos que enfrentan los portafolios de deuda.-

El riesgo, se puede definir como la incertidumbre sobre el rendimiento futuro esperado de una cierta inversión, o la incertidumbre sobre sucesos futuros. Por lo tanto, el riesgo puede definirse como la probabilidad de obtener un resultado adverso¹.

Un inversionista puede enfrentarse a diversos riesgos imprevisibles, por lo que debe gestionarlos e intentar minimizar total o parcialmente los efectos de dicha incertidumbre. Entre los principales riesgos se tienen los siguientes: riesgo por catástrofes naturales, riesgo empresarial, riesgo financiero, riesgo de refinanciamiento, riesgo de tipo de interés, riesgo de tipo de cambio, riesgo de liquidez, riesgo de inflación, riesgo de crédito y riesgo país.

Según Philippe Jorion², el riesgo de crédito surge cuando las contrapartes están indispuestas o son totalmente incapaces de cumplir con sus obligaciones contractuales. En tal sentido, el riesgo de crédito abarca tanto el riesgo de incumplimiento como el riesgo de mercado. El riesgo de incumplimiento es la valuación objetiva de la probabilidad de que una contraparte incumpla, mientras que el riesgo de mercado mide la pérdida financiera que será experimentada si el cliente incumple.

¹ PEDROSA, Mónica. Los mercados financieros internacionales y su globalización. Pág. 32. 2003.

² JORION, Philippe. Valor en Riesgo. Pág. 267. 2004.

Para disminuir el riesgo de crédito, los mercados financieros han establecido una serie de estrategias para conseguir este objetivo, tanto en mercados organizados como en mercados OTC³. En el primer caso, se establecen requerimientos de margen, valoraciones diarias, límites frente a posiciones o cámaras de compensación. Con respecto de los mercados OTC, existen acuerdos de neteo, límites a la posición, márgenes y colaterales, cambios en cupones o empresas de productos derivados.

Por otro lado, el riesgo del tipo de interés puede surgir cuando la empresa tiene intención de endeudarse y los tipos de interés suben, encareciendo la fuente de financiamiento. La empresa correrá, además, riesgo de valor de capital cuando el precio de mercado de sus activos (o pasivos) de renta fija se ve modificado en sentido inverso al movimiento de los tipos de interés. Además, el riesgo de reinversión se produce cuando descienden los tipos de interés y los rendimientos que se reciben de una inversión han de ser invertidos a dicho tipo reducido⁴. De este modo, el riesgo de tipo de interés afecta las utilidades y por lo tanto, el valor patrimonial de la empresa.

Existen cuatro riesgos asociados a los tipos de interés:

- Riesgo de Base: posibilidad de pérdida financiera por la correlación imperfecta entre distintas tasas flotantes de instrumentos con características similares en términos de frecuencia de reprecio⁵.
- Riesgo de la curva de rendimiento: posibilidad de pérdida financiera que surge por cambios en la correlación entre las tasas de interés asociadas a distintos plazos que provocan cambios en la curva de rendimiento.
- Riesgo de opciones: posibilidad de pérdida financiera por el ejercicio de opciones contra la empresa.

³ Over The Counter.

⁴ PEDROSA, Mónica. Op. Cit. pp. 33-34.

⁵ Fecha en la cual se espera que la tasa asociada a un instrumento se ajuste a las tasas vigentes de mercado.

- Riesgo de reprecio: posibilidad de pérdida financiera debido a la exposición de la organización originada por diferencias entre las fechas de reprecio de sus activos, pasivos y contingentes.

Según el Fondo Monetario Internacional⁶, el riesgo de refinanciamiento es la incapacidad, o costo muy alto, del acceso a nuevo financiamiento que puede ser gestionado alargando la madurez y reordenando el cronograma de obligaciones.

Finalmente, el riesgo de tipo de cambio se refiere a la magnitud y a la probabilidad de variaciones no anticipadas en los tipos de cambio. Este riesgo resulta de particular interés para aquellos inversionistas que transen activos o que presten y se endeuden en los mercados internacionales.

El riesgo de tipo de cambio ha tomado mayor vigencia en las economías debido al crecimiento del volumen de transacciones en moneda extranjera, producto de la globalización e internacionalización de los mercados, la inestabilidad del tipo de cambio y la mejora de la tecnología, así como la disponibilidad de instrumentos que permiten transferir posiciones de un lugar a otro, de manera instantánea.

Según Jeff Madura⁷, el valor de una moneda se modifica de acuerdo con los cambios en las condiciones de demanda y oferta, los cuales llevan hacia el equilibrio. La oferta y demanda de una moneda están afectadas por diversos factores, que incluyen el diferencial de tasas de inflación, el diferencial de tasas de interés y la intervención gubernamental.

El proceso de minimizar los efectos de los riesgos en las organizaciones se denomina administración de riesgos. Este proceso implica, en primer lugar, la

⁶ Fondo Monetario Internacional. *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Pág. 87. Abril, 2006.

⁷ MADURA, Jeff. *Mercados e Instituciones Financieras*. Pág. 407. 2001.

identificación de riesgos, en segundo su cuantificación y control mediante el establecimiento de límites de tolerancia al riesgo y, finalmente, la modificación o eliminación de dichos riesgo a través de la exposición al riesgo o de instrumentar una cobertura⁸.

1.2. Criterios para la clasificación crediticia de la deuda corporativa y de la deuda soberana.-

1.2.1. Aspectos generales.-

El riesgo de crédito o riesgo de incumplimiento, tal como se mencionó líneas arriba, se refiere al riesgo de que el emisor de un instrumento financiero sea incapaz de hacer pagos del principal o de los intereses al momento en que se requiere⁹.

Para analizar este riesgo, el mercado se apoya normalmente en compañías comerciales valadoras que establecen el riesgo por incumplimiento de un emisor. Entre las principales compañías clasificadoras se pueden mencionar las siguientes:

- Moody's Investors Service.
- Standard & Poor's.
- Fitch - IBCA (fusionada con Duff & Phelps).

Las clasificadoras de riesgo de crédito son instituciones que evalúan la capacidad y voluntad de pago del emisor de deudas o títulos valores. Luego de un análisis cualitativo y cuantitativo, las clasificadoras de riesgo asignan una calificación que pertenece a una escala preestablecida por la agencia¹⁰. La

⁸ DE LA LARA HARO, Alfonso. Medición y Control de riesgos financieros. Pág. 17. 2002.

⁹ FABOZZI, Frank & MODIGLIANI, Franco. Mercados e Instituciones financieras. Pág. 231. 1996.

¹⁰ PEREZ H. Jorge E. Rol de las Calificadoras de Riesgo. Ecuador. Pág. 01. 2003

calificación es una opinión de una entidad independiente especializada en estudios de riesgo, sobre la calidad crediticia de una emisión de títulos.

La evaluación de riesgo crediticio se basa en el análisis de la interrelación de los elementos, tanto cualitativos como cuantitativos, que pueden afectar el cumplimiento de los compromisos financieros adquiridos por un emisor. Entre estos elementos se encuentran el entorno macroeconómico, el sector en que se desarrolla la actividad, la posición competitiva a nivel nacional e internacional, las oportunidades de mercado y las políticas de control.

Los sistemas más utilizados para la evaluación crediticia¹¹ son los de Moody's, Standard & Poor's (S&P) y Fitch-IBCA. En los dos primeros casos, el término "alto grado" significa menos riesgo de crédito, o alta probabilidad de pagos futuros. Los bonos de mayor grado son designados, según Moody's por las letras Aaa y según S&P por AAA (alto grado de inversión). El siguiente grado superior es Aa o AA y ambas agencias utilizan A para el tercer grado. Los siguientes tres grados son designados Baa o BBB (bajo grado de inversión), Ba o BB (grado de no inversión) y B (bajo grado de no inversión), respectivamente. Además, también existe el grado C (negligencia). Sin embargo, S&P utiliza un grado más, el D, que denota grado de negligencia.

El criterio de clasificación de S&P es una composición de dos herramientas. La primera es un análisis de crédito. Ésta utiliza un análisis cuantitativo para determinar la posición financiera de la institución, incluyendo la calidad de la cartera, liquidez, ganancia y adecuación patrimonial. La segunda, se centraliza en factores cualitativos como el alcance y calidad de la administración, y perfil de riesgos.

Moody's, por su parte, considera que las evaluaciones no deben basarse solo en un análisis de indicadores, tanto políticos como económicos. Esta

¹¹ Ver Anexo 1: Cuadro con la escala comparativa a largo plazo de las agencias calificadoras.

calificación no se refiere exclusivamente a la calidad de crédito de un Gobierno, sino que va referida a la totalidad del país, incluyendo deudores del sector público y privado. En cuanto a la deuda soberana, los criterios de clasificación se basan en dos aspectos. En primer lugar, un país puede incumplir sus obligaciones por una deficiencia crónica de generación de divisas, que suele estar producida por razones de índole política y económica. En segundo lugar, un país puede no cumplir sus obligaciones de deuda internacionales por un problema de liquidez a corto plazo.

Por otro lado, los criterios de calificación de Fitch-IBCA se basan en la revisión de variables macroeconómicas habituales, haciendo énfasis en el estudio de la situación política y social y en todos aquellos factores que pueden contribuir a desestabilizar el sistema político, como por ejemplo, terrorismo y corrupción administrativa. Las calificaciones proporcionan una opinión de la capacidad de pago de una emisión en el cumplimiento a tiempo de pago de intereses, comisiones o repago o pago del principal de una deuda.

Según Brealey – Myers¹², las calificaciones de obligaciones son juicios de valor acerca de las perspectivas económicas y financieras de las empresas. En tal sentido, no hay una fórmula fija para calcular la calificación. A pesar de ello, los bancos de inversión, los gestores de carteras de obligaciones y otros que siguen el mercado de obligaciones muy de cerca pueden formarse una opinión bastante buena de cuál será la calificación de la obligación evaluando algunas cifras claves de las empresas, como el ratio de endeudamiento sobre el capital o el ratio de beneficios.

Sin embargo, la evidencia histórica muestra que desde 1971, ninguna obligación calificada AAA por Standard & Poor's fue impagada en el año después de la emisión y menos de una de cada mil incumplió en los 10 años

¹² BREALEY, Richard & MYERS, Stewart. Principios de Finanzas Corporativas. Pág. 472. 2003.

posteriores a la emisión. En el otro extremo, más de un 2% de las obligaciones CCC resultaron fallidas en su primer año y en el año 10 aproximadamente la mitad lo fueron.

1.2.2. Criterios para la clasificación de una corporación.-

Con la finalidad de explicar los criterios para la clasificación de una corporación se ha tomado como referencia la información elaborada por Standard & Poor's¹³. La metodología utilizada por esta calificadora es ilustrada mediante una matriz que combina el perfil de riesgo del negocio con el perfil de riesgo financiero. Es decir, para cierta combinación típica de riesgo del negocio con riesgo financiero, Standard & Poor's tiene una calificación explícita que se puede observar en el Anexo 2 donde, por citar un ejemplo, para una combinación de riesgo de negocio "satisfactorio" y riesgo financiero "intermedio", la calificación crediticia debería de ser BBB.

Como punto de partida hacia la matriz de Standard & Poor's, en el Anexo 3, se puede apreciar una tabla conformada por ratios indicativos de riesgo financiero, de donde se obtienen las siguientes categorías: mínimo, modesto, intermedio, agresivo y altamente apalancado. Estas categorías son el resultado de los diversos niveles obtenidos por las corporaciones evaluadas en los ratios de Fondos de Operaciones / Deuda y Deuda Total / Capital. Por ejemplo, si una empresa tuviera un ratio Fondos de Operaciones / Deuda en el rango de 45-60% y un ratio Deuda Total / Capital en el rango de 25-35% la empresa debería tener la categoría de riesgo financiero "modesto".

Al interrelacionar las categorías de riesgo financiero derivadas de los ratios indicativos con las del perfil de riesgo del negocio (excelente, fuerte, satisfactorio, débil y vulnerable), se obtienen las calificaciones de las corporaciones. Es importante mencionar que la matriz no expresa resultados

¹³ Standard & Poor's. *Corporate Ratings Criteria 2006*.

para los niveles más bajos del espectro de crédito, como por ejemplo la categoría CCC u otra menor, consistente con crisis o vulnerabilidad, toda vez que este análisis pierde representatividad para aquellas situaciones.

El uso de la matriz de Standard & Poor's denota gran transparencia, y de algún modo simplicidad; sin embargo, debe precisarse que el proceso de calificación de riesgo de una corporación no se reduce únicamente al uso de esta herramienta. Por el contrario, incorpora una serie de factores cualitativos, haciendo que el ejercicio de calificar corporaciones pueda ser considerado tanto un arte, como una ciencia.

Los factores de análisis del crédito corporativo son diversos, los mismos que sustentan las distintas evaluaciones del riesgo del negocio y del riesgo financiero. Estos factores pueden variar según la industria; sin embargo, los más relevantes son los siguientes¹⁴:

Riesgo del negocio:

- Riesgo país.
- Características de la industria.
- Posición de la compañía.
- Portafolio de productos / Marketing.
- Tecnología.
- Eficiencia en el costo.
- Competencia de la gerencia estratégica y de operaciones.
- Rentabilidad / grupo de comparación.

Riesgo Financiero:

- Contable.

¹⁴ Standard & Poor's. Op. Cit.. Pág. 20.

- Gobierno corporativo / tolerancia al riesgo / políticas financieras.
- Adecuación del flujo de caja.
- Estructura de capital / protección de activos.
- Liquidez / Factores de corto plazo.

1.2.3. Criterios para la clasificación de un soberano.-

Para llevar acabo la calificación de riesgo de un soberano, Standard & Poor's¹⁵ realiza una evaluación general de la confiabilidad del crédito de manera cuantitativa y cualitativa. Los aspectos cuantitativos del análisis incorporan un número de medidas de desarrollo económico y financiero, así como de pasivos contingentes. El análisis también es cualitativo, debido a la importancia de los desarrollos políticos, y porque las clasificaciones de riesgo que lleva a cabo Standard & Poor's indican la capacidad futura para el pago de una deuda.

Standard & Poor's divide el marco analítico para los soberanos en diez categorías (ver tabla Anexo 4). Como parte del proceso del comité que Standard & Poor's conforma para asignar la calificación crediticia, cada soberano es calificado en una escala de uno (la "mejor") a seis (la "peor") para cada una de las diez categorías de análisis. De acuerdo con esto, no existe una fórmula exacta para combinar los puntajes que determinan la calificación. Las variables de análisis están interrelacionadas y los pesos no son fijos, ni a lo largo del tiempo, ni entre los soberanos. La mayoría de las categorías incorporan el riesgo económico y el riesgo político, determinantes claves del riesgo de crédito. El riesgo económico se refiere a la habilidad del gobierno para repagar sus obligaciones a tiempo y se encuentra en función, tanto de factores cualitativos, como cuantitativos. Por otro lado, el riesgo político involucra la disposición del soberano a repagar sus deudas.

¹⁵ Standard & Poor's. *Sovereign Credit Ratings: A Primer*. Abril, 2004.

Los riesgos económicos y políticos claves, que Standard & Poor's considera cuando califica a un soberano, incluyen:

- Las tendencias de un país y sus instituciones políticas, así como su impacto en la efectividad y transparencia del ambiente político, la seguridad pública y los problemas geopolíticos.
- La estructura económica y la posibilidades de crecimiento.
- La flexibilidad de los ingresos del gobierno general, las presiones de gasto, el déficit del gobierno central y el tamaño de la carga de la deuda y los pasivos contingentes impuestos por el sistema financiero y las empresas del sector público.
- La flexibilidad monetaria.
- La liquidez externa y el impacto de las tendencias de los pasivos públicos y del sector privado para los no residentes.

1.3. Composición de la deuda soberana de los países.-

En la búsqueda de herramientas que puedan ayudar a definir algunos parámetros para establecer la composición de la deuda soberana, el uso de la medición de la volatilidad de la producción (PBI) cuando ésta es calculada en las distintas monedas en la cuales un país puede emitir instrumentos, desarrollado en el documento *Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention*¹⁶ y las conclusiones del modelo de pasivos contingentes reseñadas en el ensayo *Global Financial Stability Report: Market Developments – Chapter III*¹⁷, serán de gran utilidad.

La primera herramienta se sustenta en valorar los méritos relativos de emitir deuda en moneda local, moneda extranjera o indexada a inflación. Para ello, un

¹⁶ Fondo Monetario Internacional. *Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention*. Área de investigación. Julio, 2004.

¹⁷ Fondo Monetario Internacional. *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Abril, 2006.

criterio clave consiste en determinar qué tipo de deuda resulta en la probabilidad más baja que el ratio Deuda/PBI exceda un determinado límite. Esto es equivalente a plantear la interrogante sobre si la volatilidad de la producción es la más baja cuando la producción es expresada en términos de moneda local, moneda extranjera o indexada a la inflación.

Es un hecho que la deuda compromete al deudor a repagar una cantidad fija en términos de alguna unidad en la moneda local, moneda extranjera o para deuda indexada a inflación o un índice de precios.

Por ejemplo, un bono cero cupón denominado en dólares a diez años emitido en el 2004 compromete al gobierno que lo emitió a repagar una cierta cantidad $D_{\$}$ dólares en el 2014. Asumiendo por simplicidad que esa es la única deuda emitida por el gobierno, el ratio Deuda/PBI en el 2014 será elaborado por $D_{\$}/Y_{\$}$, donde $Y_{\$}$ es el PBI en el 2014 expresado en términos de dólares.

Analizado desde el año 2004, el repago del principal de la deuda $D_{\$}$ es conocido sin incertidumbre alguna, mientras que la posibilidad que el ratio Deuda/PBI exceda un límite definido, se encontrará totalmente determinado por la volatilidad de $Y_{\$}$.

En términos más generales, la deuda denominada en unidades A es preferible a la deuda denominada en unidades B si la producción es menos variable cuando ésta es expresada en unidades A, que cuando lo es en unidades B. Es así, que una forma de evaluar la pertinencia relativa de la deuda en moneda local, deuda en dólares o indexada al IPC¹⁸, es simplemente comparar la volatilidad de la producción expresada en términos de moneda local, dólares o el IPC.

¹⁸ Índice de Precios al Consumidor.

Para los países avanzados¹⁹ la volatilidad de la producción es menor cuando ésta es expresada en moneda local, que cuando lo es en moneda extranjera; sin embargo, para los mercados emergentes, ello ocurre de manera inversa, debido a la alta y volátil inflación de los países que conforman este grupo.

Luego de analizar las conclusiones del modelo de pasivos contingentes²⁰ en dos escenarios hipotéticos para la economía mundial (bueno²¹ y malo), se puede concluir que es recomendable mantener un bajo endeudamiento en moneda extranjera y vencimientos a largo plazo para la deuda en moneda local.

A pesar de que esta estrategia podría estar asociada con un incremento en el costo del servicio de la deuda en el corto plazo, en el largo plazo sería beneficiosa, ya que reduciría la posibilidad de problemas financieros.

Finalmente, se debe tomar en cuenta al momento de definir la estructura de deuda de un país, las recomendaciones que el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) elaboran en su documento *Guidelines for Public Debt Management*²², en el cual se indica que los administradores de deuda de un país deben evaluar y manejar cuidadosamente los riesgos asociados a la deuda en moneda extranjera de corto plazo o tasa flotante.

1.4. Operaciones de Manejo de Pasivos o Deuda.-

El FMI y el BM definen la administración de deuda²³ como el proceso de establecer y ejecutar una estrategia para el manejo de la deuda

¹⁹ Países del G7: Reino Unido, Estados Unidos, Japón, Italia, Francia, Canadá y Alemania.

²⁰ GAPEN, Michael T.; GRAY, Dale F. *Measuring and Analyzing Sovereign Risk with Contingent Claims*. Fondo Monetario Internacional. Agosto, 2005.

²¹ Las condiciones macroeconómicas son benignas y los Estados Financieros soberanos son saludables.

²² Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. *Guidelines for Public Debt Management*. Diciembre, 2003.

²³ Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. Op. Cit.

gubernamental, de manera tal que se pueda captar la cantidad requerida de financiamiento, lograr los objetivos de riesgo y costo y alcanzar cualquier otra meta de la administración de deuda soberana que el gobierno haya establecido, tal como desarrollar y mantener un mercado eficiente de títulos del gobierno.

Por su parte, el FMI en su documento *Global Financial Stability Report: Market Developments – Chapter III*, hace referencia a las operaciones de manejo de deuda como operaciones que persiguen diversos objetivos para el portafolio de deuda de un país. Estas operaciones se implementan con diferentes técnicas y se orientan a mejorar la estructura de deuda de los países, reduciendo los riesgos de tipo de cambio, tasa de interés y refinanciamiento.

Entre las principales operaciones de manejo de pasivos²⁴ se pueden mencionar las recompras de deuda o prepagos. Estas operaciones se llevan a cabo principalmente con la intención de retirar deuda cara, es decir, con intereses altos o deuda con amortizaciones altas, y que pueden incrementar el perfil de vencimientos.

Las operaciones de prepago se pueden ejecutar cancelando (prepagando) la deuda existente con recursos ordinarios o contratando financiamiento nuevo en condiciones (plazo o tasa) más ventajosas.

Si el prepago se realiza con recursos ordinarios, el saldo total de la deuda de un país se reducirá y el costo financiero asociado a la deuda prepagada desaparece. Por otro lado, si el prepago se lleva a cabo con nuevo financiamiento, el saldo adeudado debería mantenerse constante. No obstante, se accedería a un financiamiento con condiciones más favorables. En el caso que se obtenga nuevo financiamiento, el objetivo es cambiar la fuente de endeudamiento por una que favorezca la reducción de riesgos de mercado y, a

²⁴ Ver Anexo 5: Operaciones de manejo de pasivos recientes.

la vez, propicie el desarrollo del mercado de deuda soberana del país involucrado.

Otra modalidad de operaciones de manejo de pasivos son los intercambios de deuda, que si bien pueden ser similares a las operaciones de prepago con financiamiento, se diferencian de estas en que las emisiones de deuda no se realizan con la intención de obtener fondos, sino mas bien para intercambiarlas por los préstamos o bonos que se desee retirar.

Si se amplía la definición de manejo de deuda detallada líneas arriba, se pueden incluir como operaciones de manejo de pasivos o deuda a las operaciones de cobertura de riesgo, ya que éstas también contribuyen a reducir los riesgos de mercado y mejoran la estructura de deuda. Sin embargo, se realiza de manera “sintética”, ya que las modificaciones se llevan a cabo mediante contratos en los que se estipulan las condiciones y términos de la operación.

Entre las operaciones de cobertura más utilizadas se encuentran los *swaps* de moneda y tasa de interés. Estas operaciones permiten transformar deudas con tasas de interés flotantes a tasa fija o cambiar la moneda de pago de la deuda contraída.

Mediante el uso de los *swaps* es posible reducir la mayoría de los riesgos de mercado que podrían impactar negativamente el portafolio de deuda de un país, sin afectar la oferta de papeles de deuda en el mercado. Ello, se puede considerar positivo para los emisores, ya que los rendimientos de sus títulos no se incrementarían.

En el mismo documento del FMI, se destacan como operaciones de manejo de pasivos las recompras de bonos Brady, los intercambios de deuda, el refinanciamiento y el prepago de deuda que no es de mercado (préstamos). En

este último rubro, se incluyen las operaciones de reperfilamiento.

Cabe destacar que, dentro de las estrategias de manejo de pasivos de un país, éstas se pueden dividir en externas e internas, tal como lo lleva a cabo el gobierno peruano²⁵. En este caso, la estrategia de manejo de pasivos externa tiene por objetivos centrales, los siguientes:

- Atacar las obligaciones de duración corta y que representan un esfuerzo importante para la caja fiscal.
- Aprovechar las oportunidades que pueda ofrecer el mercado de capitales para reducir el costo financiero y el valor presente de la deuda.
- Utilizar operaciones de cobertura para mitigar la exposición a las variaciones de tasa de interés y tipos de cambio.
- Reemplazar deuda de nulo o escaso margen de refinanciación por otra de mercado.

Si se tratara de la estrategia de manejo de pasivos interna, ésta tendría los siguientes objetivos:

- Actuar sobre el riesgo de refinanciamiento, mediante operaciones de reperfilamiento, con el fin de atenuar la concentración de pagos.
- Captar financiamiento en el mercado domestico únicamente en moneda nacional y de preferencia a tasa fija.
- Financiar mediante bonos soberanos la mayor parte de las operaciones de manejo de pasivos de deuda pública externa.

De acuerdo con los objetivos mencionados, el Programa Anual de Endeudamiento Público y de Administración de Deuda 2006 – 2008 del gobierno peruano, plantea la realización de las siguientes operaciones de

²⁵ Ministerio de Economía y Finanzas. Programa Anual de Endeudamiento Público y de Administración de Deuda 2006 – 2008. Agosto, 2005.



manejo de pasivos:

- Intercambio de bonos con vencimientos próximos, por un menú de bonos a plazos más largos.
- Operaciones que conlleven a la disminución de la deuda denominada e dólares y a tasa variable, tratando de reducir el costo financiero de estas obligaciones.

En la búsqueda de referentes que permitan delinear la estructura de la deuda de un país con el objetivo de alcanzar una mejora en la calificación de riesgo, se pudo observar un conjunto de recomendaciones generales, pero que no profundizan sobre la implementación de las mismas, ni en el diseño de parámetros, ni de indicadores. Ello, hace necesario la elaboración de una metodología a partir de las herramientas analizadas en el presente capítulo.

CAPÍTULO II: Análisis del riesgo soberano del Perú

El presente capítulo desarrolla una metodología sobre el análisis de riesgo soberano del Perú. Si bien en el Capítulo I se desarrollan algunas propuestas sobre la composición de la deuda soberana de los países, éstas no establecen la estructura óptima de endeudamiento de los países. En tal sentido, se presenta una metodología sobre el análisis de riesgo soberano del Perú, desde el punto de vista de una corporación. La razón de este análisis, recae en el hecho que el país tiene características similares a las de una corporación, por lo que puede realizarse una analogía comparativa. Además, se muestra que existen indicadores financieros que permiten evaluar el riesgo financiero de una corporación y que pueden ser replicados para un país.

2.1. Aspectos Generales.-

Es importante señalar que cuando se hace referencia de manera general al *rating* o calificación de un país, se debe entender como la calificación que las agencias clasificadoras le otorgan a la deuda de largo plazo denominada en moneda extranjera. En el caso peruano, esta deuda se encuentra denominada en dólares, y actualmente tiene una clasificación crediticia Ba3²⁶ y BB²⁷, según Moody's y Standard & Poor's, respectivamente. Cabe señalar que la clasificación de Moody's no se modifica desde julio de 1999 y coloca al Perú a tres posiciones del grado de inversión. Por su parte, Standard & Poor's realizó la última modificación del *rating* de Perú el 08 de junio de 2004, colocándolo a dos grados por debajo del de inversión.

Para entender lo que implica dicha clasificación, es importante analizar los criterios que Moody's y Standard & Poor's utilizan en la asignación del *rating* crediticio. En tal sentido, en el Anexo 6 se muestran los criterios que S&P, Fitch

²⁶ Moody's Statistical Handbook. Noviembre, 2005.

²⁷ Fuente: www.bloomberg.com. 08/06/06.

y Moody's utilizan para evaluar la clasificación crediticia de un país y que definen el costo de financiamiento del mismo.

Resulta importante resaltar que los criterios para la clasificación crediticia de un país son diferentes a los criterios de clasificación de una corporación, tal como se puede apreciar en el Capítulo I. Sin embargo, este punto resulta primordial, ya que en términos generales, un país podría ser analizado financieramente como una corporación, debido a un conjunto de razones que se detalla en el Cuadro N° 1:

Cuadro N° 1
Análisis comparativo entre un país y una corporación

Criterio	País	Corporación
Propietario	Contribuyentes	Accionistas
Dirección	Presidente de la República Presidente del Consejo de Ministros	Chief Executive Officer
Selección de la Dirección	Elecciones Presidenciales	Junta General de Accionistas
Ingresos	Recaudación Tributaria	Ventas
Resultados	Resultado Primario	EBIT
Fuentes de Financiamiento	Interna y Externa	Interna y Externa

Elaboración: Propia.

A pesar de estas similitudes, los criterios que las clasificadoras de riesgo consideran para evaluar a una corporación son diferentes. En tal sentido, en el Anexo 7 se muestran los criterios de Standard & Poor's para la clasificación del *rating* crediticio para las industrias. Esta diferencia de criterios, puede generar cambios entre la clasificación que puede obtener un país, siendo analizado con los criterios de *rating* soberano y por otro lado, siendo analizado con los criterios de *rating* corporativo. Por esta razón, se ha decidido evaluar a Perú como corporación, para detectar las diferencias en el *rating*. En el Anexo 8 se puede apreciar la clasificación de riesgo soberano del Perú, según Moody's.

Para efectos del presente estudio, se tomará como base los criterios de clasificación de riesgo crediticio de Standard & Poor's. En tal sentido, se tomará en cuenta únicamente el análisis de ratios financieros, que forma parte del análisis riesgos financieros corporativo. En otras palabras, no se ha tomado en cuenta la metodología para riesgo del negocio al momento de realizar la comparación con el país, ya que el riesgo de negocio para una corporación incluye variables cualitativas que no permiten una adecuada comparación.

2.2. Metodología de selección de empresas comparables.-

Para seleccionar a las empresas comparables, se ha diseñado una metodología, la cual consiste en las siguientes etapas:

- a) Identificar una empresa comparable al país.- Esta etapa se realizará con la finalidad de tener una referencia al momento de clasificar al país como si fuera una corporación. Para obtener una lista de empresas comparables, ellas deben tener características similares al país, por lo que se evaluarán los siguientes aspectos:
 1. Ubicación del país de la empresa comparable: Para efectos del presente estudio, se ha decidido escoger empresas listadas y que operen en Estados Unidos. La razón de este criterio se basa en el hecho que S&P determina los criterios de calificación para empresas listadas en dicho país²⁸.
 2. Calificación crediticia: las empresas comparables deben tener una calificación crediticia similar al país. Para el caso Peruano, se buscarán empresas con una clasificación de B+, BB-, BB, BBB- y BBB (según S&P).
 3. Nivel de ingresos: se buscarán empresas con un nivel de ventas similar a los ingresos fiscales del país.

²⁸ Standard & Poor's. Corporate Ratings Criteria 2006, p. 42.

4. Las empresas seleccionadas deben ser una industria o un holding, debido a que se busca encontrar la máxima diversidad de negocios para poder compararla con la actividad productiva dentro de un país.
- b) Utilizar la metodología de *rating* corporativo para clasificar el riesgo de un país.- En esta etapa se aplicarán las metodologías de *rating* corporativo al Perú.
- c) Análisis comparativo de los resultados.- Luego de la aplicación de la metodología, se debe concluir que la clasificación asignada al país, sea la misma que la de las empresas comparables. En caso esto no ocurra, se identificarán las diferencias.
- d) Análisis comparativo de las metodologías.- En caso los resultados de la metodología de *rating* corporativo difiera de los resultados de la de *rating* soberano, se identificarán las causas de las diferencias.

2.3. Análisis de la clasificación crediticia peruana.-

Para analizar el caso peruano, se dividió la metodología en dos etapas. La primera de ellas consistió en la obtención de empresas comparables que tengan una calificación cercana a la soberana, en dos grados de diferencia. La segunda etapa, consistió en la selección de empresas comparables que se encuentren por debajo de la calificación del soberano, hasta en un máximo de 4 grados. El objetivo de estas etapas fue el ubicar los límites tanto superior como inferior, en donde podría ubicarse el riesgo soberano, si es que fuera evaluado con los estándares de una corporación.

2.3.1. Análisis del Límite Superior.-

En esta etapa se seleccionó un total de diez corporaciones²⁹ elegidas como comparables para el límite superior, tomando en cuenta las características antes mencionadas. Para la selección final de la muestra, se excluyeron

²⁹ Ver Anexo 9: Corporaciones Comparables – Límite Superior.

corporaciones del sector aerocomercial, militar y financiero. Las razones se deben a que si bien estas corporaciones cumplen con niveles de ingresos similares al país, en el primer caso el sector no es industrial, en el segundo caso no es una industria representativa de la economía peruana y en el tercer caso, los indicadores que establece Standard & Poor's son para empresas industriales, mas no financieras.

Para el estudio, se tomó como referencia los indicadores mostrados en el Anexo 7 con el fin de elaborar el cuadro que se muestra a continuación.

Cuadro N° 2
Análisis comparativo País – Empresa
(Límite Superior)³⁰

Indicador	Perú	Lyondell Chemical	Huntsman	CNH Global NV	Lennox
Calificación	BB	B+	B+	BB-	BB
Ingresos (US\$Mill.)	12,537	18,606	12,961	12,730	3,366
EBIT / Intereses	0.539	2.155	30.354	2.907	16.667
Ingresos / Deuda	0.571	2.353	2.874	2.016	27.366
Deuda / EBIT	27.778	4.167	9.223	3.937	0.492
Intereses / Deuda	0.066	0.111	0.095	0.088	0.122
EBIT / Ingresos	0.063	0.102	0.038	0.126	0.074

Indicador	Perú	Smithfield Foods	Pulte Homes Inc.	DR Horton Inc.	Lennar Corp.	Centex Corp.	American Standard Companies Inc.
Calificación	BB	BB+	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB
Ingresos (US\$Mill.)	12,537	11,404	14,695	13,864	13,867	14,400	10,264
EBIT / Intereses	0.539	2.807	6.198	114.286	NA	159.000	7.153
Ingresos / Deuda	0.571	4.437	3.441	2.713	3.248	2.376	5.702
Deuda / EBIT	27.778	6.105	1.801	2.129	1.977	3.176	2.133
Intereses / Deuda	0.066	0.058	0.022	0.004	0.000	0.002	0.066
EBIT / Ingresos	0.063	0.037	0.161	0.173	0.156	0.133	0.082

El Cuadro N° 2, como se puede apreciar, ha sido dividido en dos bloques. El bloque superior muestra un análisis comparativo del país, con corporaciones que tienen una calificación igual a la peruana o inferior a ella; mientras que el

³⁰ Fuente: T.C. referencial: S/. 3.27 por US\$. Marco Macroeconómico Multianual 2007-2009.finance.yahoo.com. www.bloomberg.com. www.moodys.com. www.standardandpoors.com. Elaboración: Propia.

bloque siguiente, muestra las corporaciones que tienen una calificación superior al Perú.

De acuerdo con el análisis realizado, se puede concluir que el Perú, independientemente de la corporación con la que se compare, tiene indicadores en promedio menos favorables que las corporaciones comparables, independientemente de la calificación de ellas. Con respecto de las corporaciones con calificación igual o menor, se puede observar que la única ventaja del Perú es la capacidad de financiamiento. Sin embargo, los demás indicadores muestran que, bajo un análisis del país como corporación, el Perú se encuentra en una posición aún menos favorable que las empresas calificadas como B+.

2.3.2. Análisis del Límite Inferior.-

En esta etapa se seleccionó un total de ocho corporaciones³¹ elegidas como comparables para el límite inferior, tomando como criterios de selección, los mismos que para las corporaciones pertenecientes al límite superior. Sin embargo, una limitación de esta etapa fue el hecho que no se encontraron corporaciones con niveles de ventas cercanos a los ingresos del país, por lo que el efecto “tamaño” de la organización debería mostrar al país en una situación más beneficiosa.

Para el estudio, se tomó también como referencia los indicadores mostrados en el Anexo 7 con el fin de elaborar el cuadro que se muestra a continuación.

³¹ Ver Anexo 10: Corporaciones Comparables – Límite Inferior.

Cuadro N° 3
Análisis comparativo País – Empresa
(Límite Inferior)³²

Indicador	Perú	Aearo Technologies Inc	Kansas City Southern	Stone Energy Corp.	Energy Partners Ltd.
Calificación	BB	B	B	B	B
Ingresos (US\$Mill.)	12,537	423	1,540	563	225
EBIT / Intereses	0.539	2.621	1.548	10.210	7.329
Ingresos / Deuda	0.571	1.203	0.901	1.130	1.791
Deuda / EBIT	27.778	5.783	8.277	2.382	1.694
Intereses / Deuda	0.066	0.066	0.078	0.041	0.081
EBIT / Ingresos	0.063	0.144	0.132	0.420	0.330

Indicador	Perú	AMH Holdings	Associated Materials	Schuff International	Milacron Inc.
Calificación	BB	B-	B-	B-	CCC+
Ingresos (US\$Mill.)	12,537	1,094	1,173	397	819
EBIT / Intereses	0.539	0.607	2.033	3.988	0.362
Ingresos / Deuda	0.571	1.759	3.700	5.349	3.446
Deuda / EBIT	27.778	19.254	4.892	2.055	20.670
Intereses / Deuda	0.066	0.086	0.101	0.122	0.134
EBIT / Ingresos	0.063	0.030	0.055	0.091	0.014

El Cuadro N° 3, como se puede apreciar, ha sido dividido en dos bloques. El bloque superior muestra un análisis comparativo del país, con corporaciones que tienen una calificación tres grados menor a la peruana; mientras que el bloque inferior, muestra las corporaciones que tienen una calificación 4 ó 5 grados por debajo del país.

De acuerdo con el análisis realizado, se puede concluir que el Perú, tiene indicadores en promedio menos favorables que las empresas calificadas como B. Además, al analizar el segundo bloque, se observa que el país tiene indicadores menos favorables que incluso aquellas catalogadas con una calificación B-; sin embargo, también se observa que el país se encuentra en promedio en una posición mejor que la corporación calificada como CCC+.

³² Fuente: T.C. referencial: S/. 3.27 por US\$. Marco Macroeconómico Multianual 2007-2009. finance.yahoo.com www.bloomberg.com www.moody.com www.standardandpoors.com.
 Elaboración: Propia.

Un aspecto importante por mencionar, es el hecho que a pesar del efecto “tamaño” de las corporaciones comparables, el país tiene indicadores menos favorables. Sin embargo, debería suceder lo opuesto. En tal sentido, ello puede dar como resultado que el país tenga una calificación de B- si es que se compara como corporación.

2.4. Lecciones de la metodología.-

Con respecto del análisis descrito líneas arriba, se puede concluir que, si el Perú fuese expuesto a un análisis de riesgo corporativo, la calificación debería encontrarse entre B+ (B1, según Moody's) como límite superior y B- (B3 según Moody's) como límite inferior. Sin embargo, la fortaleza que se puede encontrar en el país es que la capacidad de financiamiento (a excepción de una sola corporación comparable) resultó mayor.

La metodología aplicada al caso peruano demuestra que la calificación del riesgo soberano, tal como lo expresaron los analistas de S&P y de Moody's que fueron entrevistados, y que tienen a su cargo el análisis de riesgo de países emergentes³³, contienen otros factores cualitativos, lo que podría hacer suponer una menor rigidez en los criterios que los de la calificación de riesgo para una corporación.

En resumen, un país puede tener una mejor calificación a pesar de no contar con mejores indicadores que los de las empresas comparables, por las siguientes razones:

- En términos generales, el riesgo de un país no depende del riesgo de una sola empresa privada que opere en él; sin embargo, el riesgo de dicha empresa, depende en parte del riesgo del país. Es decir, una empresa que

³³ Entrevistas telefónicas realizadas en junio de 2006. Por confidencialidad, los nombres de los entrevistados se mantienen en reserva.

tenga mejores resultados económicos que el país donde opera, no puede tener una mejor clasificación crediticia que dicho país. Los países dependen, en una economía globalizada, de la situación económica mundial y ello, a su vez, repercute en las empresas que desarrollan sus operaciones en el país.

- En principio, un país puede quebrar; sin embargo, tiene mayor capacidad de financiamiento que una corporación, ya que puede acceder a fuentes de financiamiento a las que las empresas no acceden. Por ejemplo, se puede mencionar el hecho que si un país tiene deuda en moneda local, puede emitir más dinero, así como también puede incrementar las tasas impositivas.
- Por otro lado, si bien un país puede quebrar, éste no desaparece, ya que existe la posibilidad de refinanciamiento, debido a alguna fuente que permita reflotarlo, tal como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial.
- Un país tiene mayor capacidad de repago, ya que en situaciones de crisis, incluso puede generar fondos mediante la utilización de sus recursos naturales, mediante la venta o concesión de los mismos.
- En caso que un país quiebre, existen inversionistas que apuestan por instrumentos de un país en crisis (tal como en el caso de la crisis Argentina), pues consideran que éste reestructurará su deuda, ya que los poseedores de la misma estarán dispuestos a aceptar un valor incluso bajo la par. Ello se debe a que históricamente, el valor de la deuda de un país que entró en *default* siempre fue mayor a cero y, además, cuando entraron en *default*, siempre llegaron a reestructurar.

Un país es como una corporación, donde existen necesidades de financiamiento que permitan tomar decisiones de inversión. Sin embargo, las necesidades de financiamiento deben ser programadas de modo que no afecten la calificación crediticia del país, ya que tiene efecto directo sobre la

calificación de las empresas que desarrollan sus operaciones en él. Las operaciones de manejo de pasivos, se convierten así, en una herramienta que permite al país elaborar una estrategia para gestionar su clasificación crediticia.

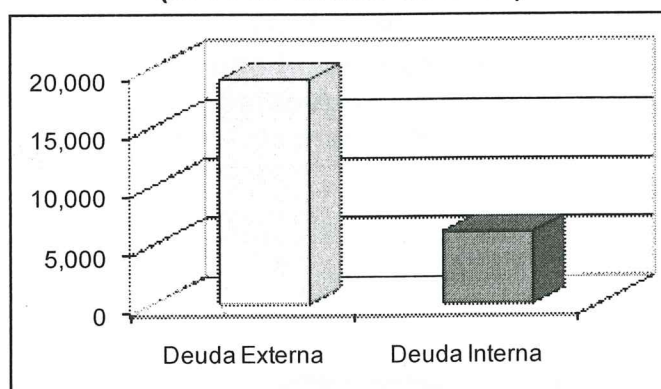
CAPÍTULO III: La Estructura de la Deuda Peruana³⁴

El presente capítulo muestra la estructura de la deuda peruana y tiene como objetivo desarrollar una descripción sobre la situación de la deuda peruana y analizar el cronograma de vencimientos de obligaciones, así como las oportunidades para generar operaciones de manejo de pasivos que permitan mejorar la posición crediticia del país, las cuales son desarrolladas en el Capítulo IV.

3.1. Estructura de la Deuda Pública.-

De acuerdo con el Gráfico N° 1, el adeudado de la Deuda Pública Peruana es de US\$28,129 millones hacia marzo de 2006. Este monto se distribuye en US\$6,033 millones de Deuda Pública Interna y US\$22,096 millones de Deuda Pública Externa.

Gráfico N° 1
Adeudado de la Deuda Pública Peruana
(al 31 de marzo de 2006)

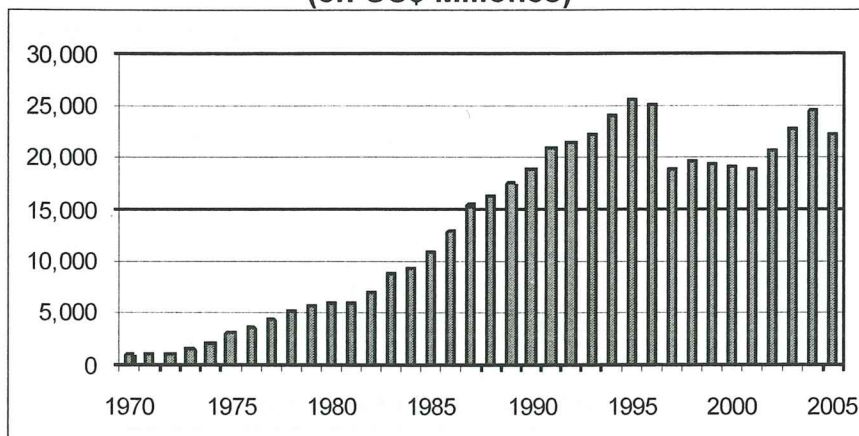


Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

Con respecto de la Deuda Pública Externa, el mayor incremento ocurrió en la década de 1980, donde se incrementó de US\$6,044 millones a US\$18,934 millones en el año 1990 (ver Gráfico N° 2).

³⁴ Ver Anexo 11: Glosario de términos.

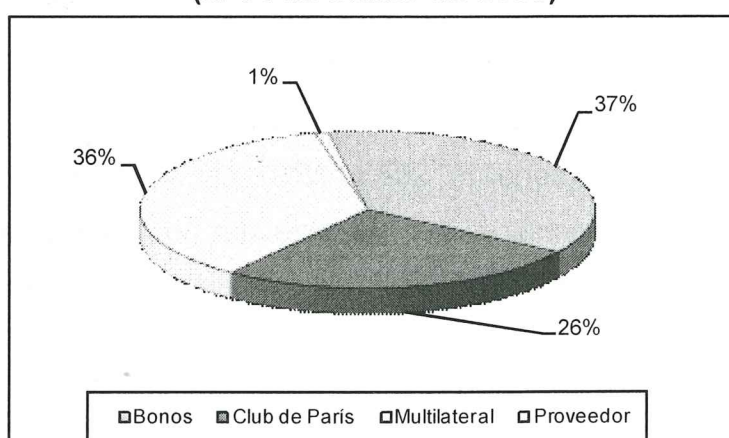
Gráfico N° 2
Evolución de la Deuda Pública Externa
(en US\$ Millones)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

Con respecto de la estructura de la Deuda Pública Externa (ver Gráfico N° 3), se puede apreciar que las fuentes de financiamiento son fundamentalmente 3: emisión de bonos, financiamiento con organismos multilaterales y el Club de París. Estas fuentes de financiamiento, representan el 99% del total de la Deuda Pública Externa.

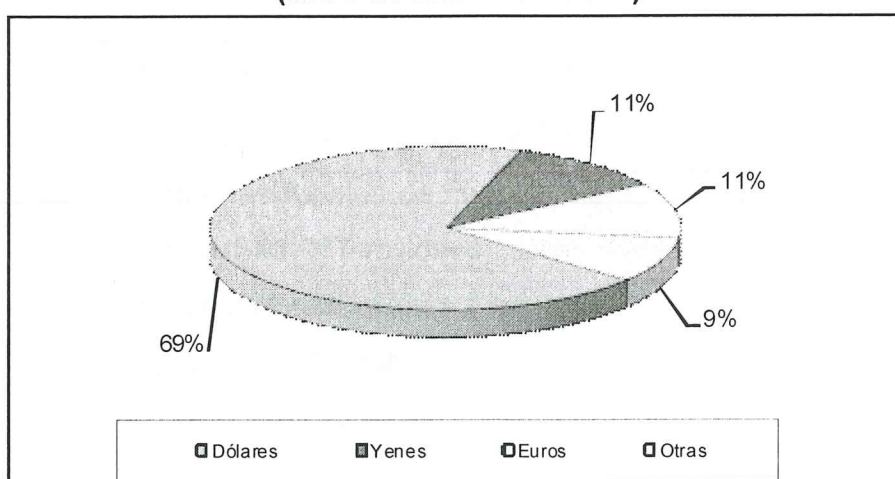
Gráfico N° 3
Deuda Pública Externa
Saldo Adeudado
(al 31 de marzo de 2006)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

De acuerdo con el Gráfico N° 4, se puede observar que la Deuda Pública Externa, se encuentra denominada fundamentalmente en dólares, con un nivel de US\$15,069 millones. Las otras monedas en las que se ha contraído deuda en niveles similares son Yenes y Euros, con un total equivalente de US\$2,526 millones y US\$2,012 millones, respectivamente. La Deuda Pública Externa se encuentra denominada en un total de 12 monedas diferentes³⁵.

Gráfico N° 4
Deuda Pública Externa
Saldo Adeudado por moneda
(al 31 de marzo de 2006)



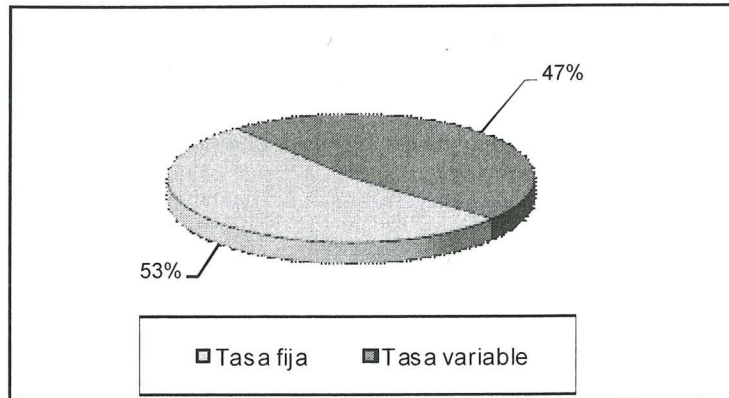
Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

Con respecto de las tasas³⁶ (ver Gráfico N° 5), la Deuda Pública Externa se encuentra tanto en tasa fija (US\$11,652 millones) como en tasa variable (US\$10,444 millones). Con respecto de la tasa variable, las principales son la LIBOR US\$ y la de la canasta de monedas de los Organismos Internacionales.

³⁵ Ver Anexo 12: Deuda Pública de Mediano y Largo Plazo. Composición del portafolio por monedas.

³⁶ Ver Anexo 13: Deuda Pública de Mediano y Largo Plazo. Composición del portafolio por tasa de interés.

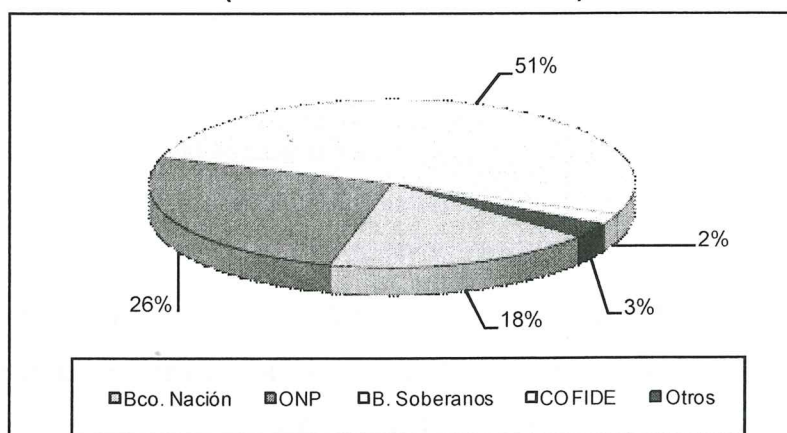
Gráfico N° 5
Deuda Pública Externa
Saldo Adeudado por tipo de tasa
(al 31 de marzo de 2006)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

Con respecto de la estructura de la Deuda Pública Interna (ver Gráfico N° 6), se puede apreciar que las fuentes de financiamiento son fundamentalmente 3: Banco de la Nación (US\$1,077 millones), ONP (US\$1,591 millones) y Bonos Soberanos (US\$3,107 millones). Estas fuentes de financiamiento, representan el 95.61% del total de la Deuda Pública Interna.

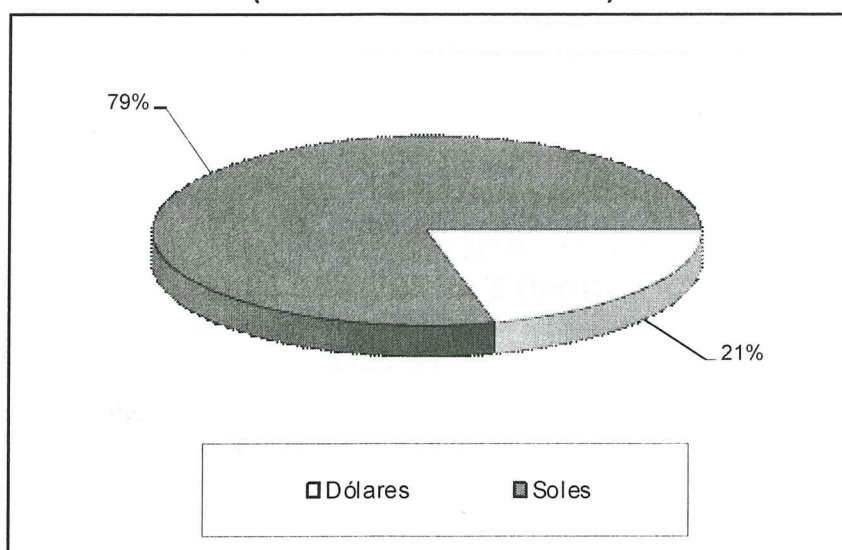
Gráfico N° 6
Deuda Pública Interna
Saldo Adeudado
(al 31 de marzo de 2006)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

De acuerdo con el Gráfico N° 7, se puede observar que la Deuda Pública Interna, se encuentra estructurada por emisión de Créditos y de Bonos, con montos equivalentes a US\$945.10 millones y US\$5,087.40 millones, respectivamente. Sin embargo, la principal moneda en la que se ha contraído Deuda Pública Interna ha sido el nuevo sol, con una cantidad equivalente de US\$4,803.10 millones. La Deuda Pública Interna se encuentra denominada en dos monedas diferentes.

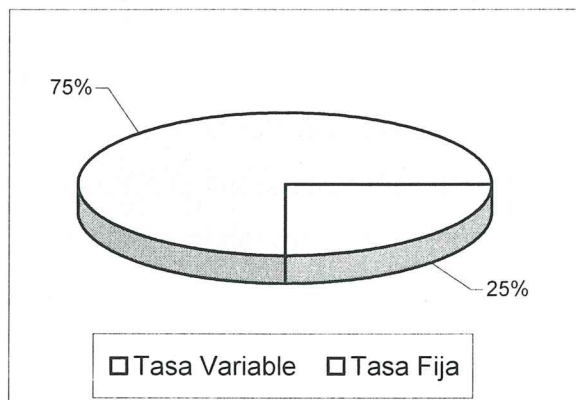
Gráfico N° 7
Deuda Pública Interna
Saldo Adeudado por moneda
(al 31 de marzo de 2006)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

Con respecto de las tasas (ver Gráfico N° 8), la Deuda Pública Interna se encuentra tanto en tasa fija (US\$3,337 millones) como en tasa variable (US\$1,105 millones). Con respecto de las tasas variables, la principal es la LIBOR en dólares (US\$989 millones).

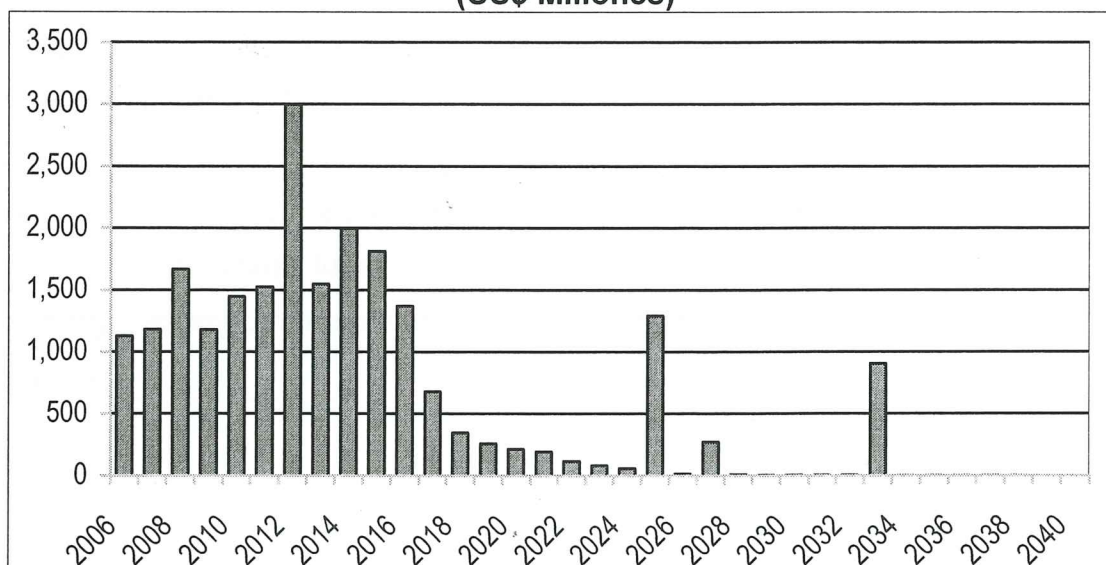
Gráfico N° 8
Deuda Pública Interna
Saldo Adeudado por tipo de tasa
(al 31 de marzo de 2006)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

De acuerdo con el Gráfico N° 9, el Perú enfrenta un cronograma de amortizaciones de la Deuda Pública Externa concentrado entre el 2010 y 2018, con un pico en el 2012 por un monto cercano a los US\$3,000 millones. La amortización más lejana en el horizonte de tiempo ocurre en el 2034.

Gráfico N° 9
Deuda Pública Externa
Cronograma de Amortizaciones
(US\$ Millones)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

3.2. Análisis de la Deuda Pública Externa Peruana³⁷.-

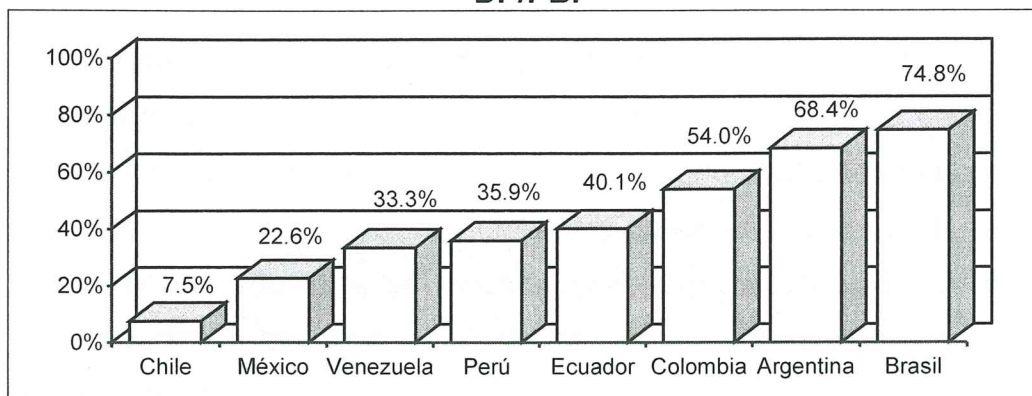
Para el análisis de la situación de la Deuda Pública Externa Peruana, se muestran los ratios del Anexo 15. En tal sentido, se observa que el ratio de Deuda Pública Externa con respecto del PBI (DPE/PBI) ha venido disminuyendo en los últimos 5 años, alcanzando un valor de 28.4% (para el 2000 tuvo un valor de 35.9%). Con respecto del ratio de Deuda Pública Externa sobre Exportaciones, se puede observar una mejor posición del país, ya que el ratio descendió de 276.1% para el año 2000, a un nivel de 129.2% para el año 2005.

Por otro lado, el ratio de intereses sobre el PBI (Intereses/PBI) también ha mostrado un descenso en los 5 últimos años, pasando de un nivel de 2.1 (para el año 2000) a 1.6% (para el año 2005). Además, con respecto del ratio de Intereses sobre Exportaciones, se observa un valor de 16% para el año 2000, reduciéndose hasta un nivel de 7.5% para el año 2005, por lo que se muestra una mejora en este indicador.

Finalmente, con respecto de la posición global del Perú en términos del indicador de Deuda Pública frente al PBI, en el Gráfico N° 10 se muestra un comparativo entre los principales países latinoamericanos. En este sentido se muestra que el nivel más bajo de endeudamiento con respecto del PBI lo tiene Chile, con un ratio de 7.5%. En segundo lugar se encuentra México, con un ratio de 22.6%. Perú se encuentra por debajo del promedio con un nivel de 35.9%. En el último lugar, se encuentra Brasil, con un ratio de 74.8%; sin embargo, es importante mencionar que la mayor parte de su Deuda Pública es Interna.

³⁷ Ver Anexo 14: Ratios de la Deuda Pública Externa del Perú.

Gráfico N° 10
Cuadro Comparativo
DP/PBI



Fuente: Moody's.
Elaboración: Propia.

En síntesis, al analizar la composición de la deuda peruana, se puede apreciar la compleja estructura de la misma; sin embargo, gracias a esta composición se hace factible la estructuración de diversas operaciones de manejo de pasivos que pueden llevar al país a mejorar sus indicadores y, consecuentemente, su posición relativa frente a los demás países de la región.

CAPÍTULO IV: Operación de Manejo de Pasivos para la Deuda Soberana del Perú

En el presente capítulo se evaluará la selección de la operación de manejo de pasivos, su implementación y los beneficios de la misma, tanto para el país como para los inversionistas. Es importante señalar que el diseño la operación tomará en cuenta las conclusiones derivadas de los capítulos II y III, toda vez que en el primero de ellos se desarrolla una metodología para calificar en términos de riesgo crediticio el efecto de las variaciones de la deuda, los intereses y los ingresos del país, mientras que en el segundo se analiza la estructura de la deuda soberana.

4.1. Antecedentes.-

El significativo número de operaciones de manejo de pasivos llevadas a cabo durante los últimos dos años (ver Anexo 5) evidencia la creciente sofisticación de algunos administradores de deuda de mercados emergentes en el manejo de los riesgos o en el costo del servicio de la deuda. Si bien, en la tabla del Anexo 5, no aparecen operaciones de manejo de pasivos llevadas a cabo por el Perú, a partir del 2002 hasta la fecha, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) ha realizado una serie de operaciones que abarcan desde intercambios de bonos, hasta prepagos con emisiones de deuda en moneda extranjera o moneda local. En el siguiente cuadro, se muestran algunas de estas operaciones.

Cuadro N° 4
Casos de Operaciones de Manejo de Pasivos en el Perú

Tipo de Operación	Descripción de la operación	Impacto sobre la deuda soberana
Intercambio de bonos Brady.	Perú (2002) intercambió bonos Brady por un bono Global con vencimiento 2012.	Se incrementó la duración de la deuda, liberó colateral y se emitió deuda después de 70 años de ausencia en los Mercados.
Intercambio de Bonos D.U.	En el 2005 intercambió los	Se convirtió deuda por un

108-2000 (1er y 2 ^{do} tramo)	bono D.U. (en US\$ y tasa L+2%) por bonos en S/. a tasa fija y VAC de mayor plazo.	monto aprox. de US\$ 389 MM a tasa flotante, por deuda en soles a tasa fija y se extendió el plazo.
Prepago de deuda con el Club de Paris (CP)	En 2005 se prepago parte de la deuda comercial con CP por US\$ 1 550 MM con bonos a tasa fija en US\$ (Bono 2025) y S/. (Bonos 2017 y 2020).	Se atenuó el perfil de vencimientos para los años comprendidos entre el 2005 y 2009 con deuda de largo plazo en US\$ y en S/.
Prepago deuda con JAPECO	En el 2005 se prepagó la deuda con JAPECO que ascendía a aproximadamente JPY 100 billones, con bonos en US\$ a 20 años y en S/. a 15 y 20 años.	Se logró reducir el costo financiero, ya que ésta deuda era a una tasa aprox. 5.5% en JPY, extender la duración de la deuda y convertir deuda a moneda local.
Intercambio de Bonos soberanos D.S. 072-2006-EF	Se intercambiaron bonos en soles de diversos plazos por bonos ya existentes seleccionados como bonos <i>benchmarks</i> o referencia (ver Anexo 16).	Consolidar la curva de rendimiento en moneda local, aumentando el circulante en los bonos <i>Benchmarks</i> (08, 11,15,17). Motivar mayor liquidez en la negociación en estos bonos para que se generen mejores rendimientos de referencia.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.
Elaboración: Propia.

Como se puede apreciar en el cuadro, el impacto sobre la deuda de la mayoría de las operaciones llevadas a cabo por el Perú tiene como factor común la reducción de la deuda denominada en moneda extranjera. El mismo efecto se puede apreciar en algunas de las operaciones que se muestra en el Anexo 5. Esto, no es coincidencia, ya que con estas operaciones se busca principalmente mitigar los riesgos de tasa de interés y tipo de cambio, tal como se menciona en el Capítulo I.

Considerando la importancia de reducir los riesgo de mercado, el Programa Anual de Endeudamiento Público y de Administración de Deuda del Perú, indica que la estrategia de manejo de pasivos debe tener, entre otras, una orientación a reducir la exposición de la deuda a los riesgos antes mencionados (variaciones de los tipos de cambio y de las tasas de interés internacionales), promoviendo una mayor participación del financiamiento interno en moneda local a tasa fija. Asimismo, plantea atacar prioritariamente

aquellas obligaciones de baja duración y que representen una presión importante para la caja fiscal, con la finalidad de asegurar la sostenibilidad de la deuda en el futuro.

Además de las razones antes expuestas para la realización de las operaciones de manejo de pasivos, debe añadirse que estas operaciones tienen un impacto positivo en la calificación de riesgo de un país. En el documento *Structural Changes In Emerging Sovereign Debt and implications for Financial Stability*, se afirma que el decline y la mejora en la estructura de la deuda externa ha mejorado la confianza crediticia en los soberanos, y ha aumentado las expectativas en el mercado de mejoras inminentes en los *ratings*. Se cita el caso de Brasil, que al anunciar la recompra de parte de su deuda, motivó que Standard & Poor's mejore su *rating*, de BB- a BB sustentándose en los beneficios de la operación realizada.

4.2. La Operación.-

Para poder optar por la operación de manejo de pasivos más apropiada, se ha tomado en consideración el resultado del análisis llevado a cabo en el Capítulo II, donde al ser comparado el Perú con las corporaciones que tienen una calificación crediticia igual o menor, se logra identificar como fortaleza de la deuda soberana la capacidad de financiamiento del país.

Por otro lado, se ha considerado prudente que la operación por plantearse no recargue la demanda por títulos de deuda local, ya que de acuerdo con el Marco Macroeconómico Multianual, durante el 2006 se emitirán bonos por un total de US\$ 512 millones para cubrir los requerimientos de financiamiento. Siendo la intención del MEF priorizar las emisiones en el mercado local³⁸, no

³⁸ Ministerio de Economía y Finanzas. Programa Anual de Endeudamiento Público y de Administración de Deuda 2006-2008. Agosto, 2005.

sería lógico saturar la demanda o causar un *Crowding out* para los demás emisores, especialmente los corporativos.

Con la intención de reducir el riesgo de refinanciamiento *–rollover–*, se tomará en cuenta el cronograma de vencimientos de manera tal que se alivie la presión sobre la caja fiscal en años de grandes vencimientos. Si bien la operación no considerará la emisión de deuda en moneda nacional, la proporción de la deuda externa se mantendrá igual o, si es posible, disminuirá.

La operación que se estima recoja los objetivos mencionados es el intercambio de los bonos globales con vencimientos en los años 2008 y 2012, por los bonos globales con vencimiento en el año 2033.

4.2.1. Características de la Operación.-

Para iniciar la explicación de los detalles de la operación propuesta, se muestran a continuación las características de los bonos involucrados:

Cuadro N° 5
Características de los Bonos Soberanos

Bono	Bonos por Retirar		Bono por Entregar
	2008	2012	2033
Emisor	República del Perú.	República del Perú.	República del Perú.
Moneda	Dólares Americanos.	Dólares Americanos.	Dólares Americanos.
Vencimiento	15 de enero de 2008.	21 de febrero de 2012.	21 de noviembre 2033.
Monto emitido	US\$500 MM.	US\$1,418 MM.	US\$900 MM.
Tasa Cupón	9.125% fijo Convención 30/360 semestral.	9.125% fijo Convención 30/360 semestral.	8.75% fijo Convención 30/360 semestral.
Precio ³⁹	104.57%.	111.56%.	115.25%.
Rendimiento ⁴⁰	5.84%.	6.61%.	7.44%.
Denominación	Mínimo US\$100,000 y en múltiplos de US\$1,000.	Mínimo US\$100,000 y en múltiplos de US\$1,000.	Mínimo US\$100,000 y en múltiplos de US\$1,000.

Fuente: Bloomberg.
Elaboración: Propia.

³⁹ Fuente: Bloomberg. 21/07/2006.

⁴⁰ Fuente: Bloomberg. 21/07/2006.

La operación de intercambio de los bonos globales se llevará a cabo bajo las leyes de Nueva York, ya que los títulos ligados a la operación se emitieron bajo las leyes de esta ciudad.

El mecanismo para llevar a cabo esta operación será seleccionado de acuerdo con la estrategia que se establezca, en coordinación con el banco de inversión contratado para asesorar al MEF. Este banco debe tener experiencia en estas operaciones y ser conocedor de la base de inversionistas en títulos peruanos.

Los mecanismos que se pueden utilizar para llevar a cabo el intercambio son los siguientes:

- **Oferta con Términos Fijos:** Bajo este mecanismo se anuncian los términos del intercambio, es decir, el precio o los *spreads* fijados para los bonos por retirar y los bonos por entregar, sin la posibilidad de modificarlos durante el plazo que dure la oferta (de 4 a 6 días). Esta modalidad es la más sencilla y fácil de implementar.
- **Subasta holandesa modificada hacia delante:** En esta modalidad de subasta se fijan los precios o *spreads* de los bonos por retirar en el día de anuncio de la subasta, mientras que el *spread* máximo de los bonos por entregar se fija muy temprano en el día de término (tres a cinco días después del anuncio). Cada participante aceptará los términos de los bonos por recibir, y el emisor fija el *spread* de corte para el bono por entregar. Todas las propuestas que se encuentren en ese nivel o por debajo, serán aceptadas, pudiendo éstas ser objeto de una prorrata. Todas las propuestas que se adjudiquen bonos lo harán en los mismos términos (por ejemplo, *spread* de corte del nuevo bono). Los precios y ratios de intercambio se determinarán sobre la base del rendimiento del bono del tesoro el día siguiente al cierre de la subasta.
- **Subasta holandesa modificada inversa:** En este tipo de subasta se fijan

los *spreads* máximos (precios mínimos) de los bonos por retirar al inicio del día de término de la subasta. Ese mismo día se fija también el *spread* del bono por entregar. Los participantes aceptan los términos de la subasta y el emisor fija el *spread* de corte para cada bono por retirar. Las propuestas similares al *spread* de corte o superiores serán aceptadas, estando sujetas a una prorrata. Todas las propuestas que se adjudiquen bonos lo harán en los mismos términos y los ratios de intercambio y precios se determinarán sobre la base del bono del tesoro al día siguiente del cierre de la subasta.

Al momento de seleccionar uno de los mecanismos antes expuestos, es importante mencionar las ventajas que se maximizan mediante el uso de cada uno de ellos. En el caso de la Oferta con Términos Fijos, al no propiciarse el uso de una subasta, el inversionista sólo tiene que decidir si participa o no, si es que los términos de intercambio anunciados previamente, le resultan atractivos. Si bien este mecanismo es bastante sencillo en su implementación, su utilización es recomendable en coyunturas de mercado bastante estables, ya que no hay posibilidad de modificar *spreads* o precios de acuerdo con las condiciones de mercado.

Por otro lado, la Subasta Holandesa Modificada hacia Delante es un método apropiado cuando se busca maximizar el valor del título que se va a entregar, ya que el *spread* máximo del bono por entregar se anuncia el día de cierre de la subasta. Por ello, es recomendable utilizarlo cuando las perspectivas de la evolución del precio del bono por entregar son muy positivas, aunque debe considerarse que los mercados no siempre siguen un patrón de comportamiento predecible.

A diferencia del método anterior, la Subasta Holandesa Modificada Inversa no fija los *spreads* ni los precios de los bonos por retirar ni por entregar hasta el día de término de la subasta. Por ello, este mecanismo es propicio para situaciones en las cuales los mercados experimentan alta volatilidad y es difícil

tener un pronóstico sobre la evolución de los precios o *spreads* de bonos de involucrados.

En conclusión, estos factores deben ser considerados al momento de elaborar el cronograma y la estrategia de la operación para minimizar las posibilidades de arbitraje entre los títulos que conforman la curva de rendimiento del país y los riesgos de mercado.

4.2.2. Beneficios para el país.-

Se considera esta operación beneficiosa para el país, ya que al retirarse los bonos 2008 y 2012 a cambio del bono 2033, se estaría reperfilando el cronograma de vencimientos de la deuda externa. Es decir, se disminuirían las amortizaciones correspondientes a los años 2008 y 2012, cuyos montos ascienden a US\$1,700 millones y US\$3,000 millones respectivamente. Con La ejecución de la operación se lograría incrementar la duración de la deuda de 1.41 años a 11.58 años y de 4.06 años a 11.58 años para el bono 2008 y el bono 20012, respectivamente. Además, se reduce el riesgo de refinanciamiento, y se propicia la reducción de la deuda externa en aproximadamente US\$279⁴¹ millones. En resumen la operación planteada mejora la estructura de deuda del país, haciéndolo menos vulnerable a *shocks* externos y a las condiciones de los mercados de capitales internacionales.

4.2.3. Beneficios para el inversionista.-

El éxito de la operación radica en transmitir las bondades del intercambio para los inversionistas que poseen los bonos por retirar. Los principales argumentos a favor del intercambio son:

- El bono 2033 cuenta con un monto emitido de US\$900 millones, que lo

⁴¹ Ver Anexo 17: Análisis de la operación de manejo de pasivos.

convierte en un instrumento bastante “líquido”.

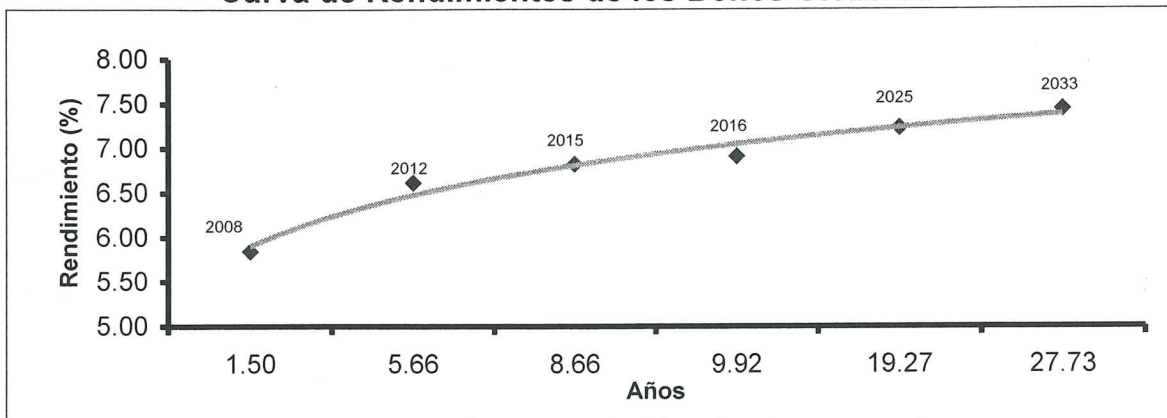
- El intercambio permite al inversionista ahorrarse el costo de transacción por adquirir un monto importante de bonos, a la vez que se evita cualquier presión en los precios de estos títulos.
- En la actualidad, existe interés por instrumentos que tengan larga duración⁴².
- Posición expectante del Perú ante una posible mejora en la calificación crediticia de la deuda soberana.
- De requerirse, se podría otorgar un premio a los inversionistas para que accedan a intercambiar sus bonos por uno de más larga duración. Este premio no superaría una reducción de más de $3/8$ ⁴³ del precio del bono, lo que equivaldría a aproximadamente US\$6 millones.

Los rendimientos de los bonos por ser retirados pueden ser ubicados en la curva de rendimientos de los bonos globales de Perú que se muestra en el Gráfico N° 11. Cabe destacar, que la operación no debería tener impacto alguno sobre la curva, ya que los precios a los que se canjearían los bonos serían el reflejo de los rendimientos que se ajusten a la curva de los bonos globales de Perú, correspondientes a la fecha de ejecución de la operación. Es decir, no se generarían ni ganancias ni pérdidas en términos de valor presente. No obstante, si se requiriera, se podría estudiar la posibilidad de otorgar un incentivo, aunque ello no debería de causar un impacto significativo en la curva de rendimientos.

⁴² Información proporcionada por bancos de inversión.

⁴³ De acuerdo con las convenciones de mercado, según la información proporcionada por bancos de inversión.

Gráfico N° 11
Curva de Rendimientos de los Bonos Globales

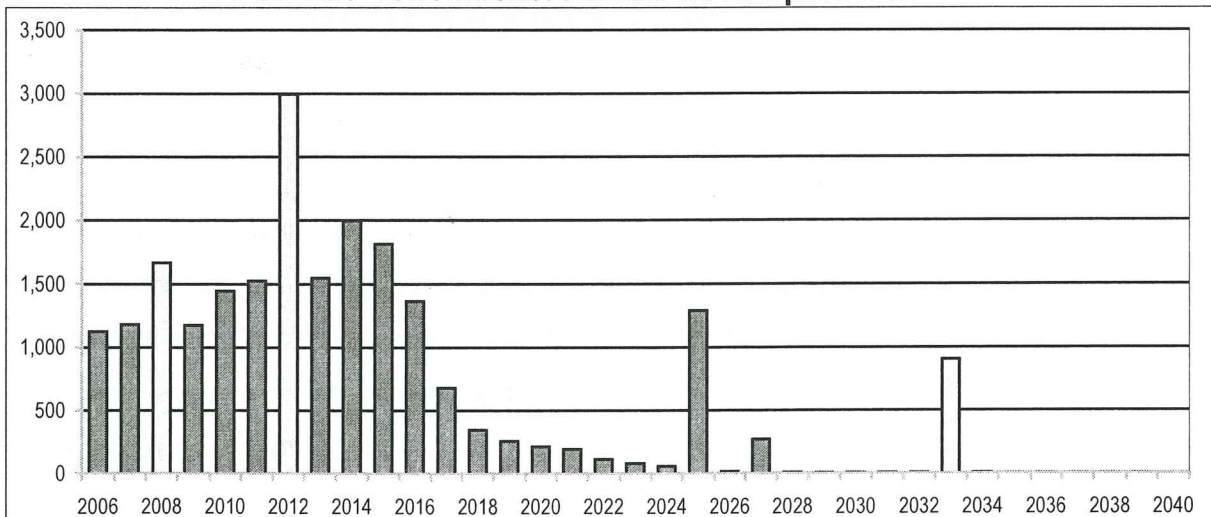


Fuente: Bloomberg. 21/07/2006.

4.3. Resultados de la Operación.-

En términos de “alivio” a la caja fiscal, es importante mencionar que la operación planteada reduce los vencimientos correspondientes a los años 2008 y 2012 en US\$500 millones y US\$1,418 millones, respectivamente, tal como se puede apreciar en los gráficos N° 12 y N° 13.

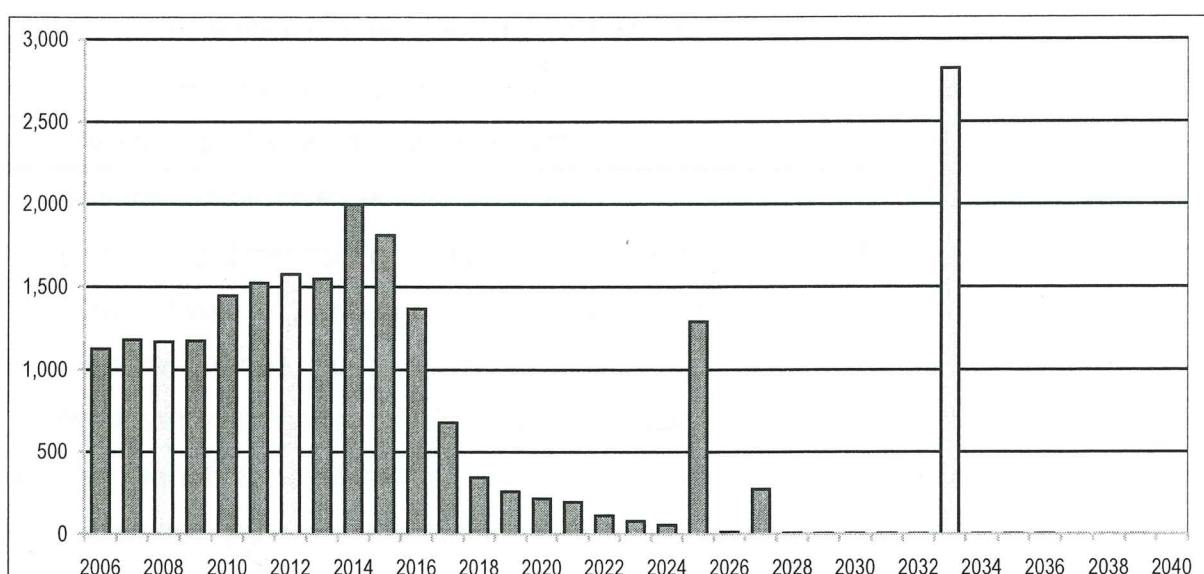
Gráfico N° 12
Perfil de Vencimientos antes de la Operación



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.
Elaboración: Propia.

Finalmente, con relación de los pagos de intereses, si bien estos no se reducen significativamente, por el efecto de asumir deuda a un costo menor que la que se retira, pero a un plazo y monto mayores, sí se experimenta una reducción en el año 2007 (ver Anexos 18 y 19). Con respecto del perfil de vencimientos, éste registra cambios importantes al trasladar deuda que vencería en los años 2008 y 2012, al año 2033. Asimismo, resulta importante resaltar la reducción en el saldo de la deuda de aproximadamente US\$ 279 millones.

Gráfico N° 13
Perfil de Vencimientos después de la Operación



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

Elaboración: Propia.

En resumen, es importante reiterar que la operación de manejo de pasivos que se plantea en el presente capítulo persigue objetivos puntuales, cuyos resultados son de fácil identificación, lo que permitiría vincular estos resultados positivos en la estructura del portafolio de deuda, a posibles mejoras en la calificación de riesgo.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

- Las operaciones de manejo de pasivos son herramientas que pueden implementarse en el corto plazo. Estas operaciones buscan reestructurar la composición de la deuda y mejorar la posición crediticia de un país. Por otro lado, el manejo de los ingresos de un país implican decisiones cuyo impacto tiene un horizonte de largo plazo. Las operaciones de manejo de pasivos generan resultados económicos en el corto plazo, en términos comparativos con las políticas de manejo de los ingresos del país; sin embargo, ambas no son excluyentes.
- Independientemente del tipo de operación de manejo de pasivos que se realice, el objetivo del mismo debe ser la mitigación de riesgos, con la finalidad de hacer menos vulnerable al país, ante *shocks* externos. Ello, genera confianza en el inversionista.
- Existe una diferencia marcada entre las clasificaciones de un soberano y un corporativo; sin embargo, se observan elementos en la clasificación del corporativo que pueden ser aplicables para un soberano, tal como lo representa el manejo de algunos de los indicadores de riesgo financiero.
- Las variables cualitativas que se incluyen en la clasificación de un soberano, generan una menor rigidez en la calificación del mismo, en comparación con la de un corporativo.
- No debe descartarse operaciones de manejo de pasivos que mantengan la composición de la deuda, con respecto de las monedas que la conforman, pues estas producen efectos relevantes para la mejora de la calificación crediticia del país.
- La utilización de la estrategia de manejo de pasivos planteada no afecta la oferta ni la demanda de títulos de deuda en el mercado de capitales doméstico, tomando en cuenta el monto de la emisión prevista por el Ministerio de Economía y Finanzas para el 2006.
- Lograr el objetivo de obtener el grado de inversión, permitiría alcanzar a un

mayor número de inversionistas que, como política, solamente invierten en títulos con esta calificación. La obtención del grado de inversión, facilitaría el desarrollo del mercado de bonos soberanos denominados en moneda local. En este sentido, se considera que la utilización de las operaciones de manejo de pasivos, son una herramienta importante que permitirá la consecución de este objetivo.

BIBLIOGRAFÍA

1. Libros:

- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Principios de Finanzas Corporativas. Editorial McGraw Hill. Séptima Edición. España. 2003.
- DE LA LARA HARO, Alfonso. Medición y control de riesgos financieros. Editorial Limusa. Segunda Edición. México. 2002.
- FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; FERRI, Michael G. Mercados e Instituciones Financieras. Editorial Prentice Hall. Primera Edición. México. 1996.
- JORION, Philippe. Valor en Riesgo. Editorial Limusa. México. 2003.
- MADURA, Jeff. Mercados e Instituciones Financieras. Editorial Thomson Learning. Quinta Edición. México. 2001.
- PEDROSA, Mónica. Los mercados financieros internacionales y su globalización. Editorial Thomson. España. 2003.

2. Documentos:

- GAPEN, Michael T.; GRAY, Dale F. Measuring and Analyzing Sovereign Risk with Contingent Claims. Fondo Monetario Internacional. Agosto, 2005.
- FITCH. Sovereign Ratings: Rating Methodology. 2002.
- Fondo Monetario Internacional; Banco Mundial. Guidelines for Public Debt Management. Noviembre, 2003.
- Fondo Monetario Internacional. Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues. Abril, 2006.
- Fondo Monetario Internacional. Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention. Julio, 2004.
- Ministerio de Economía y Finanzas. Programa Anual de Endeudamiento

Público y Administración de Deuda 2006 – 2008. Agosto, 2005.

- Ministerio de Economía y Finanzas. Marco Macroeconómico Multianual 2007 – 2009. Mayo, 2006.
- Moody's. Moody's Statistical Handbook: Country Credit. Noviembre, 2005.
- Moody's. Moody's Statistical Handbook: Country Credit. Mayo, 2006.
- PÉREZ H., Jorge E. Rol de las Calificadoras de Riesgo. Ecuador. 2003.
- Standard & Poor's. Corporate Ratings Criteria 2006.
- Standard & Poor's. Sovereign Credit Ratings: A Primer. Marzo, 2004.

3. Plataforma financiera:

Plataforma Financiera Bloomberg.

4. Páginas web:

- <http://finance.yahoo.com>
- <http://money.cnn.com/magazines/fortune/>
- www.bcrp.gob.pe
- www.bloomberg.com
- www.mef.gob.pe
- www.moody.com
- www.msibarra.com
- www.standardandpoors.com

5. Entrevistas:

Entrevistas telefónicas realizadas en junio de 2006 a analistas que tienen a cargo el análisis de riesgo de países emergentes, de Standard & Poor's y Moody's. Por confidencialidad, los nombres de los entrevistados se mantienen en reserva.

ANEXO 1
Cuadro con la escala comparativa a Largo Plazo de las Agencias Calificadoras

Nivel	Grado	Moody's	S&P	Fitch-IBCA
Especulativo	Incumplimiento		D	DD
	Dudosa probabilidad de pago oportuno.	C Ca Caa3 Caa2 Caa1	C CC CCC- CCC CCC+	CCC
	Alto riesgo.	B3 B2 B1	B- B B+	B- B B+
	Pago probable pero incierto.	Ba3 Ba2 Ba1	BB- BB BB+	BB- BB BB+
Inversión	Capacidad adecuada de pago.	Baa3 Baa2 Baa1	BBB- BBB BBB+	BBB- BBB BBB+
	Fuerte capacidad de pago.	A3 A2 A1	A- A A+	A- A A+
	Alta calidad.	Aa3 Aa2 Aa1	AA- AA AA+	AA- AA AA+
	Máxima calidad.	Aaa	AAA	AAA

Fuente: Rol de las agencias calificadoras de riesgo.
 Elaboración Propia.

ANEXO 2

Riesgo de Negocio / Riesgo Financiero⁴⁴

Business Risk Profile	Financial Risk Profile				
	Minimal	Modest	Intermediate	Aggressive	Highly Leveraged
Excellent	AAA	AA	A	BBB	BB
Strong	AA	A	A-	BBB-	BB-
Satisfactory	A	BBB+	BBB	BB+	B+
Weak	BBB	BBB-	BB+	BB-	B
Vulnerable	BB	B+	B+	B	B-

⁴⁴ Standard & Poor's. *Corporate Ratings Criteria 2006*.

ANEXO 3
Ratios Indicativos de Riesgo Financiero⁴⁵

Financial Risk Profile *

	Cash flow (Funds from operations/Debt) (%)	Debt leverage (Total debt/Capital) (%)
Minimal	Over 60	Below 25
Modest	45 - 60	25 - 35
Intermediate	30 - 45	35 - 45
Aggressive	15 - 30	45 - 55
Highly leveraged	Below 15	Over 55

* Fully adjusted, historically demonstrated, and expected to consistently continue

⁴⁵ Standard & Poor's. *Corporate Ratings Criteria 2006*.

ANEXO 4

Perfil Metodológico de la Calificación de un Soberano⁴⁶

Political Risk

- Stability and legitimacy of political institutions.
- Popular participation in political processes.
- Orderliness of leadership succession.
- Transparency in economic policy decisions and objectives.
- Public security.
- Geopolitical risk.

Income and Economic Structure

- Prosperity, diversity and degree to which economy is market-oriented.
- Income disparities.
- Effectiveness of financial sector in intermediating funds; availability of credit.
- Competitiveness and profitability of nonfinancial private sector.
- Efficiency of public sector.
- Protectionism and other nonmarket influences.
- Labor flexibility.

Economic Growth Prospects

- Size and composition of savings and investments.
- Rate and pattern of economic growth.

Fiscal Flexibility

- General government revenue, expenditure and surplus / deficit trends.
- Revenue-raising flexibility and efficiency.
- Expenditure effectiveness and pressures.
- Timeliness, coverage and transparency in reporting.
- Pension obligations.

General Government Debt Burden

- General government gross and net (of assets) as a percent of GDP.
- Share revenue devoted to interest.
- Currency composition and maturity profile.
- Depth and breadth of local capital markets.

Offshore and Contingent Liabilities

- Size and health of nonfinancial public-sector enterprises.
- Robustness of financial sector.

Monetary Flexibility

- Price behavior in economic cycles.

⁴⁶ Standard & Poor's. *Sovereign Credit Ratings: A Premier*. 2004.

- Money and credit expansion.
- Compatibility of exchange-rate regime and monetary goals.
- Institutional factors such as central bank independence.
- Range and efficiency of monetary policy tools.

External Liquidity

- Impact of fiscal and monetary policies on external accounts.
- Structure of current account.
- Composition of capital flows.
- Reserve to adequacy.

Public-Sector External Debt Burden

- Gross and net public-sector external debt, including structured debt as a percent of current account receipts.
- Maturity profiles, currency composition and sensitivity to interest-rate changes.
- Access to concessional funding.
- Debt service burden.

Private-Sector External Debt Burden

- Gross and net financial-sector external debt, including deposits and structured debt as a percent of current account receipts.
- Gross and net non-financial private-sector external debt, including structured debt as a percent of current account receipts.
- Maturity profiles, currency composition and sensitivity to interest-rate changes.
- Access to concessional funding.

ANEXO 5

Operaciones de Manejo de Pasivos recientes⁴⁷

Type of Operation	Description	Impact on Sovereign Debt
Prepayment of nonmarketable debt to private creditors	Poland (2005)—prepayment of the Paris Club debt (€5.3 billion), financed by the issuance of U.S. dollars and euro-denominated global bonds.	Reduction of U.S. dollar debt
	Russia (2005)—prepayment of the Paris Club debt (US\$1.5 billion), financed by Oil Stabilization Fund.	Reduction of debt level; reduction of U.S. dollar debt.
Brady bond exchanges, calls, and buybacks	Brazil (July 2003)—Par and Discount Brady bonds were exchanged for global bonds maturing in 2011 and 2024; principal value exchanged = US\$1.3 billion.	Collateral released = US\$490 million.
	Mexico (April/June 2003)—Brady Par Bonds were prepaid via call options.	Collateral released = US\$2.6 billion; debt reduction = US\$3.1 billion; reduction of U.S. dollar debt.
	Venezuela (July 2003)—DCB and FLIRB bonds were exchanged for domestic FX-denominated bonds; principal value exchanged = US\$1.5 billion.	Collateral released; extension of maturity.
	Venezuela (October 2004)—DCB and FLIRB bonds were exchanged for global bonds maturing in 2014; principal value exchanged = US\$750 million.	Collateral released.
Global bond exchanges, calls, and buybacks	Mexico (April 2004)—global bond exchange; principal value exchanged = US\$3 billion.	Extension of maturity; improved liquidity.
	Mexico (November 2005)—global bonds maturing between 2007 and 2033 were bought back using FX reserves.	Debt reduction = US\$1.4 billion; smoothing of amortizations; reduction of U.S. dollar debt.
	Colombia (June–September 2005)—US\$600 million of global bonds were exchanged for peso bonds; US\$1.1 billion of global bonds were bought back, financed mainly by the reopening of 2024 global bond issue.	Extension of maturity; reduction of U.S. dollar debt.
	Brazil (July 2005)—US\$4.5 billion of C-Bonds with embedded call option were swapped into longer-dated A-bonds.	Extension of maturity; smoothing of amortizations.
Warrants	Mexico (November 2005)—sold warrants allowing swap of up to US\$2.5 billion of U.S. dollar-denominated bonds (with maturities between 2007 and 2033) in 2006 for peso-denominated bonds (due in 2011, 2014, and 2024).	Reduction of U.S. dollar debt (if warrants are exercised).
Local-currency-denominated global bond issuance	Colombia (November 2004)—issued US\$325 million of peso-denominated global bonds payable in U.S. dollars (at current exchange rate) maturing in 2010; same issue was reopened in January 2005 for additional US\$25 million.	Proceeds were used for general budgetary purposes, including refinancing, repurchase, or retirement of U.S. dollar debt.
	Colombia (February 2005)—issued US\$320 million of 10-year peso-denominated bonds payable in U.S. dollars.	
	Brazil (September 2005)—issued US\$1.479 billion of 10-year real-denominated bonds payable in U.S. dollars.	Prefunding for 2006. Longer maturity in reals.
Prefinancing for the subsequent budgetary year(s)	Brazil (2003)—US\$1.5 billion of seven-year global bonds.	Prefinancing for 2004.
	Mexico (2003)—US\$1 billion of 11-year global bonds.	Prefinancing for 2004.
	Philippines (2003)—US\$550 million reopening of 2014 global bond; US\$550 million reopening of 2025 global bond.	Prefinancing for 2004; liquidity improvement.
	Brazil (2004)—US\$1 billion of 15-year global bonds; US\$500 million of 10-year global bonds; €200 million of 8-year euro bonds.	Prefinancing for 2005.
	Colombia (2004)—US\$500 million of 10-year global bonds; US\$375 million of 5-year global bonds.	Prefinancing for 2005.
	México (2004)—US\$1.5 billion of 30-year global bonds; US\$975 million of 15-year euro-denominated bonds;	Prefinancing for 2005; extending the euro curve.

⁴⁷ Fondo Monetario Internacional. *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Abril, 2006

ANEXO 6

Metodologías de clasificación del *rating* soberano

Standard & Poor's ⁴⁸	Fitch ⁴⁹	Moody's ⁵⁰
Riesgo Político. (6 criterios)	Factor demográfico, educacional y estructural. (11 criterios)	Estructura y Performance económica. (16 criterios)
Ingresos y Estructura Económica. (7 criterios)	Mercado Laboral. (9 criterios)	Finanzas gubernamentales. (9 criterios)
Perspectivas de crecimiento económico. (2 criterios)	Estructura de la producción y comercio. (7 criterios)	Deuda Externa y cumplimiento de obligaciones. (15 criterios)
Flexibilidad Fiscal. (5 criterios)	Dinamismo del Sector Privado. (10 criterios)	Indicadores monetarios, de vulnerabilidad y liquidez externas. (12 criterios)
Estructura de la Deuda Soberana. (4 criterios)	Oferta y Demanda. (8 criterios)	
Pasivos Contingentes. (2 criterios)	Balanza de Pagos. (16 criterios)	
Flexibilidad Monetaria (5 criterios)	Análisis de limitaciones de crecimiento de mediano plazo. (6 criterios)	
Liquidez Externa. (4 criterios)	Política Macroeconómica. (12 criterios)	
Estructura de la Deuda Externa Pública. (4 criterios)	Políticas comerciales y de inversión extranjera. (9 criterios)	
Estructura de la Deuda del Sector Privado. (4 criterios)	Sistema Financiero. (5 criterios)	
	Activos externos. (5 criterios)	
	Deuda externa. (12 criterios)	
	Políticas de Estado. (12 criterios)	
	Posición Internacional. (6 criterios)	

⁴⁸ Standard & Poor's. *Sovereign Credit Ratings: A Primer*. Marzo 2004.

⁴⁹ Fitch. *Sovereign Ratings: Rating Methodology*. 2002.

⁵⁰ Moody's. *Moody's Statistical Handbook: Country Credit*. Mayo 2006.

ANEXO 7
Ratios para la clasificación de Industrias⁵¹

Criterio \ Clasificación	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT interest coverage (x)	23.8	19.5	8.0	4.7	2.5	1.2	0.4
EBITDA interest coverage (x)	25.5	24.6	10.2	6.5	3.5	1.9	0.9
Funds From Operations / Total Debt (%)	203.3	79.9	48.0	35.9	22.4	11.5	5
Free operating cash flow / total debt (%)	127.6	44.5	25.0	17.3	8.3	2.8	(2.1)
Total debt / EBITDA (x)	0.4	0.9	1.6	2.2	3.5	5.3	7.9
Return on capital (%)	27.6	27.0	17.5	13.4	11.3	8.7	3.2
Total debt / total debt + equity (%)	12.4	28.3	37.5	42.5	53.7	75.9	113.5

⁵¹ Standard & Poor's. *Corporate Ratings Criteria 2006*.

ANEXO 8

Comparación del Rating Soberano⁵²

Government Bond Rating - Foreign Currency	Ba3
Issuer Rating - Domestic Currency	Baa3
Weighted Average Bank Financial Strength Rating	D
Exchange Rate Regime	Managed Float
Economic Structure and Performance	
Nominal GDP (US\$ Bil.)	78.4
Population (Mil.)	27.9
GDP per capita (US\$)	2808
Nominal GDP (% change, local currency)	10.4
Real GDP (% change)	6.7
Inflation (CPI, % change Dec/Dec)	1.5
Gross Investment/GDP	18.5
Gross Domestic Saving/GDP	23.7
Nominal Exports of G & S (% change, US\$ basis)	33.7
Nominal Imports of G & S (% change, US\$ basis)	27.4
Openness of the Economy	43.8
Government Finance	
Gen. Gov. Revenue/GDP	18.6
Gen. Gov. Expenditures/GDP	19.2
Gen. Gov. Financial Balance/GDP	-0.5
Gen. Gov. Primary Balance/GDP	1.4
Gen. Gov. Debt (US\$ Bil.)	28.13
Gen. Gov. Debt/GDP	35.9
Gen. Gov. Debt/Gen. Gov. Revenue	200.4
Gen. Gov. Int. Pymt/Gen. Gov. Revenue	10.4
Gen. Gov. FC & FC-indexed Debt/GG Debt	79.2
External Payments and Debt	
Nominal Exchange Rate (local currency per US\$, Dec)	3.4
Current Account Balance (US\$ Bil.)	1.03
Current Account Balance/GDP	1.3
External Debt (US\$ Bil.)	28.6
Short-term External Debt/Total External Debt	11.1
External Debt/GDP	36.5
External Debt/CA Receipts	131.0
Interest Paid on External Debt (US\$ Bil.)	1.53
Amortization Paid on External Debt (US\$ Bil.)	4.47
Net Foreign Direct Investment/GDP	3.2
Official Forex Reserves (US\$ Bil.)	14.1
Monetary, External Vulnerability and Liquidity Indicators	
Total External Debt/Official Forex Reserves	202.9
Debt Service Ratio	27.5
External Vulnerability Indicator	54.3

⁵² Moody's. *Moody's Statistical Handbook*. Mayo 2006.

ANEXO 9

Corporaciones comparables – Límite Superior⁵³

1. CNH Global NV

La compañía se dedica a la producción y distribución a nivel mundial de equipos para la agricultura y construcción. Esta empresa tiene tres unidades de negocio: Equipos Agrícolas, Equipos de Construcción y Servicios Financieros.

Ticker: CNH
Sector: Bienes Industriales.
Industria: Maquinaria agrícola y de construcción.
Empleados: 25,400
Ingresos: US\$12.73 Bill.
Calificación: BB- (S&P)

2. Huntsman Corp.

La compañía se dedica a la producción y comercialización de productos químicos. Sus operaciones se clasifican en seis segmentos: Poliuretano, Materiales avanzados, Productos de Performance, Pigmentos, Polímeros y Químicos Base.

Ticker: HUN
Sector: Materiales Básicos.
Industria: Sintéticos.
Empleados: 10,800
Ingresos: US\$12.96 Bill.
Calificación: B+ (S&P)

3. Smithfield Foods Inc.

La compañía se dedica a la producción y procesamiento de carne de porcino a alrededor del mundo. Smithfield Foods tiene cinco segmentos de negocios: Producción de carne de porcino, Producción de carne de res, Producción de embutidos, Comercio Internacional y un área general. Opera en Estados Unidos, pero tiene exportaciones a países como Japón, México, Canadá, Australia, entre otros.

Índice de Mercado: S&P 400 MidCap.
S&P 1500 Super Comp.

Ticker: SFD
Sector: Bienes de Consumo.

⁵³ Fuente: Bloomberg y Yahoo Finance.

Industria: Productos alimenticios.
 Empleados: 52,500
 Ingresos: US\$11.40 Bill.
 Calificación: BB+ (S&P)

4. Pulte Homes Inc.

La compañía ofrece el servicio de construcción de residencias y servicio financiero para la adquisición de las mismas, en Estados Unidos. Sus operaciones las desarrolla mediante dos segmentos de negocios: Construcción y Servicios Financieros.

Índice de Mercado: S&P 500.
 S&P 1500 Super Comp.

Ticker: PHM
 Sector: Bienes Industriales.
 Industria: Construcción Residencial.
 Empleados: 13,400
 Ingresos: US\$14.69 Bill.
 Calificación: BBB- (S&P)

5. Lennar Corp.

La compañía ofrece el servicio de construcción de residencias y servicio financiero para la adquisición de las mismas, en Estados Unidos. Las operaciones de construcción incluye la venta y construcción de viviendas unifamiliares, remodelación de hogares y desarrollo de proyectos.

Índice de Mercado: S&P 500.
 S&P 1500 Super Comp.

Ticker: LEN
 Sector: Bienes Industriales.
 Industria: Construcción Residencial.
 Empleados: 13,687
 Ingresos: US\$13.87 Bill.
 Calificación: BBB (S&P)

6. DR Horton Inc.

La compañía se dedica a la construcción y venta de viviendas unifamiliares en Estados Unidos. Las operaciones de la empresa se clasifican en dos segmentos: Construcción y Servicios Financieros.

Índice de Mercado: S&P 500.
 S&P 1500 Super Comp.

Ticker: DHI

Sector: Bienes Industriales.
 Industria: Construcción Residencial.
 Empleados: 8,900
 Ingresos: US\$13.86 Bill.
 Calificación: BBB- (S&P)

7. Centex Corp.

La empresa se dedica a la construcción de viviendas, servicios financieros y gerencia de construcción. Esta compañía desarrolla sus operaciones en Estados Unidos y en el Reino Unido.

Índice de Mercado: S&P 500.
 S&P 1500 Super Comp.

Ticker: CTX
 Sector: Bienes Industriales.
 Industria: Construcción Residencial.
 Empleados: 18,544
 Ingresos: US\$13.86 Bill.
 Calificación: BBB (S&P)

8. American Standard Companies Inc.

La compañía se dedica a la fabricación de sistemas de aire acondicionado, instalaciones fijas y accesorios para baños y cocina, y sistemas de control remoto para vehículos. La empresa ofrece equipos de calefacción, ventilación y acondicionados, para construcciones comerciales, institucionales y residenciales. La compañía desarrolla sus operaciones en Estados Unidos, así como en Europa, Centro América y Asia.

Índice de Mercado: S&P 500.
 S&P 1500 Super Comp.

Ticker: ASD
 Sector: Bienes Industriales.
 Industria: Materiales de Construcción.
 Empleados: 61,200
 Ingresos: US\$10.264 Bill.
 Calificación: BBB (S&P)

9. Lennox International Inc.

La compañía, y sus subsidiarias, se dedican a al diseño, fabricación y comercialización de equipos de calefacción, ventilación, aire acondicionado y refrigeración, en Estados Unidos, Canadá, Australia y Europa. La empresa opera en cuatro segmentos: Calefacción y enfriamiento Residencial, Calefacción y Enfriamiento Comercial, Servicio Especializado, y Refrigeración.

Índice de Mercado: S&P 600 SmallCap.
S&P 1500 Super Comp.

Ticker: LII
Sector: Bienes de Consumo.
Industria: Equipos.
Empleados: 16,000
Ingresos: US\$3.37 Bill.
Calificación: BB (S&P)

10. Lyondell Chemical Co.

La compañía, y sus subsidiarias, se dedican a la fabricación y comercialización de diversos componentes químicos. Sus operaciones se desarrollan en cuatro segmentos: Etileno, subproductos y derivados; Óxido de Propileno y productos relacionados; Químicos Inorgánicos y Refinados.

Índice de Mercado: S&P 400 MidCap.
S&P 1500 Super Comp.

Ticker: LYO
Sector: Bienes Básicos.
Industria: Químicos especializados.
Empleados: 10,800
Ingresos: US\$18.92 Bill.
Calificación: B+ (S&P)

ANEXO 10

Corporaciones comparables – Límite Inferior⁵⁴

1. Aearo Technologies Inc.

La compañía fabrica y comercializa equipos de protección personal en más de 70 países, bajo la licencia de diferentes marcas, tales como AOSafety, E-A-R, Peltor y SafeWaze. Los equipos incluyen productos tales como mascarillas, protectores de oídos, respiradores, cascos, equipos de primeros auxilios, equipos de comunicación y ropa de seguridad.

Ingresos: US\$423 MM

Calificación: B (S&P)

2. AMH Holdings

La empresa produce y comercializa ventanas del vinilo, revestimientos de vinilo, rollos de aluminio, revestimiento de aluminio y acero y accesorios. La compañía se encuentra verticalmente integrada con la empresa distribuidora de productos de construcción residencial de exteriores North American Distributor.

Ingresos: US\$1,094 MM

Calificación: B- (S&P)

3. Associated Materials

Los productos del centro de la Compañía incluyen ventanas de vinilo, revestimiento de vinilo, revestimiento de aluminio y acero, y cercas de vinilo. La empresa es subsidiaria de AMH Holdings.

Ingresos: US\$1,173 MM

Calificación: B- (S&P)

4. Milacron Inc.

La empresa provee tecnología de procesamiento de plásticos y fluidos industriales, principalmente en Estados Unidos. La compañía opera en tres segmentos: tecnología de maquinarias, tecnología de moldes y fluidos industriales. Milacron comercializa sus productos mediante distribuidores, oficinas de ventas directas, agentes independientes, internet y por catálogo, en Norte América, Europa y Asia.

Ticker: MZ

Sector: Bienes Industriales

Industry: Machine Tools & Accessories

⁵⁴ Fuente: Bloomberg, Yahoo Finance y Páginas Web de las empresas.

Empleados: 3,560
 Ingresos: US\$819 MM
 Calificación: CCC+ (S&P)

5. Schuff International

Schuff International Inc., es un fabricante completamente integrado de acero estructural y acero pesado. Fabrica estructuras pesadas para la construcción de proyectos comerciales e industriales. Sus operaciones se desarrollan en Estados Unidos.

Ingresos: US\$396.79 MM
 Calificación B- (S&P)

6. Kansas City Southern

Kansas City Southern, se dedica a las operaciones de redes de ferrocarriles domésticas e internacionales en Estados Unidos. Opera incluso en el tramo de México y Laredo. Se encarga de las concesiones de ferrocarriles de costa a costa adyacentes al Canal de Panamá. Sus clientes provienen de varias industrias, tales como la de generación eléctrica, productos químicos y petroleros, productos automotores, productos forestales, agrícolas y minerales.

Ticker: KSU
 Índice de Mercado: S&P 600 SmallCap
 S&P 1500 Super Comp
 Sector: Servicios
 Industria: Ferrocarriles
 Empleados: 3,060
 Calificación: B (S&P)
 Ingresos: US\$1.54 Bill.

7. Stone Energy Corp.

La empresa se dedica a la compra, exploración, desarrollo, operación y producción de crudo y gas en Estados Unidos. Para marzo de 2006, incluía 58 propiedades activas. Para diciembre de 2005 la empresa estimó reservas probadas por 593 billones de pies cúbicos de gas natural.

Ticker: SGY
 Índice de mercado: S&P 600 SmallCap.
 S&P 1500 Super Comp.
 Sector: Materiales Básicos
 Industria: Gas y Crudo
 Empleados: 271
 Ingresos: US\$636.24 MM
 Calificación: B2 (S&P)

8. Energy Partners Ltd.

La empresa se dedica a la exploración y producción de crudo y gas natural en los Estados Unidos. Tiene 38 campos de producción y 5 plataformas en el Golfo de México. Para diciembre de 2005, la empresa estimó reservas probadas en aproximadamente 166.9 billones de pies cúbicos de gas natural y 31.5 barriles de crudo.

Ticker: EPL

Sector: Materiales Básicos

Industria: Gas y Crudo

Empleados: 170

Ingresos: US\$402.95 MM

Calificación: B2 (S&P)



ANEXO 11

Glosario de términos

1. Deuda Externa.-

Suma total de las obligaciones del sector público y privado del país, derivados de la celebración de empréstitos con acreedores del exterior.

2. Deuda Interna.-

Deuda contraída entre los residentes de un país.

3. Deuda Pública.-

Saldo pendiente de pago, a una determinada fecha, del total de préstamos que recibe el Estado para satisfacer sus necesidades de financiamiento.

4. Deuda Pública Externa.-

Comprende todas las obligaciones contraídas por la República con acreedores extranjeros y pagaderas en el exterior en moneda extranjera. Su pago implica salida de fondos del país.

5. Deuda Pública Interna.-

Son las obligaciones contraídas por la República con acreedores nacionales y pagaderas al interior del país tanto en moneda local como extranjera, por lo que no implica salida de fondos al exterior.

ANEXO 12
Deuda Pública de Mediano y Largo Plazo
Composición del portafolio por
monedas

	Jun. 2005	Dic. 2005
Externa		
Euro	15.05%	7.62%
Yen	14.90%	14.91%
Dólares	59.91%	67.74%
Otros	10.14%	9.73%
TOTAL	100.0%	100.0%
Interna		
Soles	70.81%	78.71%
Dólares	29.19%	21.29%
TOTAL	100.0%	100.0%
Portafolio Total		
Euro	12.47%	6.07%
Yen	12.35%	11.86%
Soles	12.13%	16.53%
Dólares	54.65%	58.26%
Otros	8.40%	7.28%
TOTAL	100.0%	100.0%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.
 Elaboración: Propia.

ANEXO 13
Deuda Pública de Mediano y Largo Plazo
Composición del portafolio por
tasa de Interés

	Jun. 2005	Dic. 2005
Externa		
Fija	51.7%	53.6%
Variable	48.3%	46.4%
TOTAL	100.0%	100.0%
Interna		
Fija	47.6%	59.3%
VAC	12.7%	14.4%
Variable	39.7%	26.3%
TOTAL	100.0%	100.0%
Portafolio Total		
Fija	51.2%	54.5%
VAC	1.5%	2.2%
Variable	47.2%	43.3%
TOTAL	100.0%	100.0%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.
 Elaboración: Propia.

ANEXO 14

Ratios de la Deuda Pública Externa del Perú

AÑOS	PBI (En millones de US\$)	EXPORTACIONES (En millones de US\$)	DPE/PBI (%)	Serv. Total/Export. (%)	Intereses/Export. (%)	Intereses/PBI (%)
1970	7,234	1,034	13.1	16.2	4.4	0.6
1971	8,070	888	12.4	24.0	6.4	0.7
1972	8,946	945	12.5	23.2	5.8	0.6
1973	10,704	1,112	13.9	30.9	7.3	0.8
1974	13,492	1,503	16.2	30.3	7.9	0.9
1975	16,482	1,330	18.6	35.6	14.3	1.2
1976	15,702	1,341	22.6	36.2	15.1	1.3
1977	14,173	1,726	30.4	36.0	12.7	1.6
1978	13,161	1,972	42.2	35.6	13.7	2.2
1979	15,532	3,676	37.1	22.4	10.4	2.5
1980	20,636	3,916	39.3	36.4	12.6	2.4
1981	24,840	3,243	24.4	54.0	16.1	2.1
1982	24,921	3,293	27.7	45.4	16.7	2.2
1983	19,680	3,015	44.3	24.3	14.7	2.2
1984	19,863	3,147	46.3	18.7	11.1	1.7
1985	16,801	2,978	64.6	22.1	11.1	2.0
1986	24,793	2,531	51.8	18.9	8.3	0.9
1987	36,274	2,661	42.4	16.1	7.6	0.6
1988	23,585	2,691	69.0	9.1	3.8	0.4
1989	31,037	3,593	54.6	7.4	2.7	0.3
1990	29,347	3,321	63.2	7.8	3.0	0.3
1991	34,057	3,406	61.8	26.8	11.5	1.2
1992	36,270	3,661	59.3	19.1	8.8	0.9
1993	34,664	3,516	63.9	49.8	22.2	2.3
1994	44,864	4,598	53.5	20.6	8.2	0.8
1995	53,500	5,569	47.9	19.2	8.7	0.9
1996	55,712	5,898	45.2	20.6	9.2	1.0
1997	58,854	6,832	31.9	39.6	19.4	2.2
1998	57,080	5,757	34.3	26.4	14.6	1.5
1999	52,028	6,114	37.5	20.3	17.3	2.0
2000	53,500	7,028	35.9	30.9	15.8	2.1
2001	54,143	7,007	35.0	38.0	15.3	2.0
2002	56,870	7,647	36.4	25.3	13.2	1.8
2003	60,910	8,908	37.4	25.1	12.1	1.8

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

ANEXO 15

Ratios de la Deuda Externa Pública

Concepto/Años	2000	2001	2002	2003	2004	2005
PBI						
PBI (en millones US\$ nominales)	53 496	54 037	56 490	60 791	68 670	78 432
Tasa de Crecimiento PBI (%)	2.9	0.2	4.9	4.0	4.8	6.7
Exportaciones (millones US\$)	6 955	7 026	7 714	9 091	12 617	17 247
Deuda Pública Externa						
Stock Deuda Pública Externa (millones US\$)	19 205	18 967	20 715	22 768	24 466	22 279
Servicio Deuda Pública Externa (millones US\$)	2 174	1 962	2 851	2 254	2 530	4 910
Amortización - Deuda Pública Externa (millones US\$)	1 062	886	1 840	1 170	1 363	3 621
Intereses - Deuda Pública Externa (millones US\$)	1 112	1 076	1 011	1 084	1 167	1 289
Deuda Pública Interna						
Stock Deuda Pública Interna (millones US\$) ^{1/}	3 225	3 862	3 826	3 965	4 602	5 854
Ratios Deuda Pública Externa (%)						
DPE/Exportaciones	276.1	270.0	268.5	250.5	193.9	129.2
DPE/PBI	35.9	35.1	36.7	37.5	35.6	28.4
Servicio/Exportaciones	31.3	27.9	37.0	24.8	20.1	28.5
Intereses/Exportaciones	16.0	15.3	13.1	11.9	9.2	7.5
Intereses/PBI	2.1	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6

Fuente: DNEP, DGCP y BCRP

^{1/} Incluye la cifra de bonos ONP emitida por la misma entidad. Esta información difiere del monto en valor actualizado considerado por el BCRP.

ANEXO 16
Operación de Administración de Deuda
Intercambio Interno de Bonos Soberanos
D.S. N° 072-2006-EF

Bonos a ser intercambiados

Bonos Soberanos a Tasa Fija

Serie a ser retirada	Serie a ser entregada a cambio ^{1/}
Bonos Soberanos 12AGO2006 Bonos Soberanos 11FEB2007 Bonos Soberanos 09OCT2007	Bonos Soberanos 09JUL2008
Bonos Soberanos 11FEB2009 Bonos Soberanos 10MAR2010	Bonos Soberanos 10AGO2011
Bonos Soberanos 31ENE2012	Bonos Soberanos 05MAYO2015
Bonos Soberanos 12AGO2016	Bonos Soberanos 12AGO2017

Bonos Soberanos VAC

Serie a ser retirada	Serie a ser entregada a cambio ^{2/}
Bonos Soberanos 2002/09AGO2009 Bonos Soberanos 10JUN2010 Bonos Soberanos 20FEB2011 Bonos Soberanos 11DIC2013 Bonos Soberanos 30ENE2014 Bonos Soberanos 14ABR2016 Bonos Soberanos 08JUN2016 Bonos Soberanos 13JUL2019	Bonos Soberanos 13OCT2024 Bonos Soberanos 31ENE2035

1/ El participante recibirá a cambio el bono del grupo correspondiente.

2/ El participante del intercambio deberá seleccionar el bono a ser recibido.

ANEXO 17
Análisis de la operación de manejo de pasivos

Bono	Precio de Venta	Monto Circulante en MM US\$	Monto a Pagar en MM US\$	*Deuda a Emitir en MM US\$	Reducción de la Deuda en MM US\$
2008	104.57%	500	523	454	69
2012	111.56%	1418	1582	1373	209
	Total	1918	2105	1826	279

*se obtiene de dividir el monto a a pagar entre el precio del bono 2033 (115.25%)

Elaboración: Propia.

ANEXO 18
Flujo de Intereses antes de la Operación

Año	Bono 2008	Bono 2012	Bono 2033	Total
2006		64.70	39.38	104.07
2007	45.63	129.39	78.75	253.77
2008	22.81	129.39	78.75	230.96
2009		129.39	78.75	208.14
2010		129.39	78.75	208.14
2011		129.39	78.75	208.14
2012		64.70	78.75	143.45
2013			78.75	78.75
2014			78.75	78.75
2015			78.75	78.75
2016			78.75	78.75
2017			78.75	78.75
2018			78.75	78.75
2019			78.75	78.75
2020			78.75	78.75
2021			78.75	78.75
2022			78.75	78.75
2023			78.75	78.75
2024			78.75	78.75
2025			78.75	78.75
2026			78.75	78.75
2027			78.75	78.75
2028			78.75	78.75
2029			78.75	78.75
2030			78.75	78.75
2031			78.75	78.75
2032			78.75	78.75
2033			78.75	78.75

Elaboración: Propia.

ANEXO 19
Flujo de Intereses después de la Operación

Año	Bono 2033
2006	123.29
2007	246.58
2008	246.58
2009	246.58
2010	246.58
2011	246.58
2012	246.58
2013	246.58
2014	246.58
2015	246.58
2016	246.58
2017	246.58
2018	246.58
2019	246.58
2020	246.58
2021	246.58
2022	246.58
2023	246.58
2024	246.58
2025	246.58
2026	246.58
2027	246.58
2028	246.58
2029	246.58
2030	246.58
2031	246.58
2032	246.58
2033	246.58

Elaboración: Propia.

NOTA BIOGRÁFICA

BRAVO TANTALEÁN, Miguel Ricardo

Licenciado en Administración y Licenciado en Contabilidad por la Universidad del Pacífico. Ha seguido estudios en la Maestría en Finanzas en la Universidad del Pacífico. Investigador y Consultor. Posee estudios de especialización en Normas Internacionales de Contabilidad. Actualmente es docente a tiempo completo, es responsable de las actividades relacionadas con el Vicedecanato de Contabilidad de la Facultad de Administración y Contabilidad de la Universidad del Pacífico y es miembro de la Comisión de Presupuesto de la Universidad del Pacífico. Ha sido Coordinador Académico del Programa de Administración de Empresas para Jóvenes Empresarios de la Universidad del Pacífico. Ha acumulado experiencia docente en las áreas de Contabilidad Financiera, Contabilidad Administrativa y Finanzas.

UGARTE MAGGIOLO, José Miguel

Bachiller en Economía por la Universidad de Austin, Texas. Estudios de especialización en Proyectos de Inversión por la Escuela de Administración de Negocios – ESAN. Ha seguido estudios en la Maestría en Finanzas en la Universidad del Pacífico. Actualmente se desempeña como asesor en la Dirección Nacional del Endeudamiento Público (DNEP), co-liderando el equipo responsable de la obtención de financiamiento en los mercados de capitales internacionales, mediante la emisión de los Bonos Globales. Ha sido miembro del equipo negociador con el Club de Paris, que llevó a cabo la Operación de Prepagado de deuda comercial con esta institución, a través de la emisión de bonos en el mercado doméstico y extranjero. Además, ha sido miembro del

equipo de trabajo encargado del diseño e implementación del Programa de Creadores de Mercado, para el desarrollo de la negociación de los Bonos Soberanos. Ha acumulado experiencia por más de 13 años en empresas del sector financiero y no financiero, a nivel nacional e internacional.