

Reporte Técnico N° 01-2024-CF/ST**Análisis de las finanzas públicas de la Municipalidad Metropolitana de Lima**

El presente documento contiene el análisis realizado por la Dirección de Estudios Macrofiscales (DEM) de la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal (STCF) sobre el Comunicado N° 002-2024, en lo referido a los planes de endeudamiento de la Municipalidad Metropolitana de Lima (MML).

1. Antecedentes: Cumplimiento de las reglas fiscales subnacionales por parte de la MML

De acuerdo con el artículo 6° del Decreto Legislativo N° 1275, que aprobó el Marco de Responsabilidad y Transparencia Fiscal para los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales (MRTF-SN)¹, los gobiernos subnacionales deben cumplir dos reglas fiscales: la regla del Saldo de Deuda Total (SDT)² y la regla del ahorro en Cuenta Corriente (ACC). La regla del SDT establece que el cociente entre el SDT y el promedio de los ingresos corrientes de los últimos 4 años no puede superar al 100%, mientras que la regla del ACC establece que la diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes debe ser mayor o igual que cero. De acuerdo con la norma, el incumplimiento de las reglas fiscales tiene como consecuencia la aplicación de una serie de medidas correctivas, entre ellas, la restricción de realizar operaciones de endeudamiento, ya sean con garantía o sin garantía del Gobierno Nacional³.

Por excepción, el MRTF-SN en su Sexta Disposición Complementaria Final establece que los gobiernos subnacionales que tengan dos calificaciones crediticias de por lo menos BBB+⁴, están exceptuados tanto del cumplimiento de las reglas fiscales, como de la aplicación de las medidas correctivas. Asimismo, estas entidades están habilitadas para gestionar operaciones de endeudamiento directas o garantizadas^{5, 6}.

En la práctica, el único gobierno subnacional exceptuado del cumplimiento de las reglas fiscales y de someterse a las medidas correctivas ha sido la MML pues dicha entidad cuenta con dos calificaciones crediticias por encima del BBB+⁷. No obstante, al calcular los parámetros de las reglas fiscales para la MML se observa que esta entidad sobrepasó el límite de la regla del SDT,

¹ Publicado el 23 de diciembre de 2016.

² El SDT se compone por la suma de los denominados saldo de pasivos, deuda real y deuda exigible. **El saldo de pasivos** comprende todos los pasivos reconocidos y formalizados en los Estados de Situación Financiera, incluyendo las operaciones diversas garantizadas con flujos de ingresos futuros, con y sin aval del Gobierno Nacional. Se excluyen los ingresos diferidos; obligaciones previsionales; beneficios sociales; provisiones; pasivos derivados de la ejecución de cartas fianza, multas no consentidas y similares; y los pasivos derivados de sentencias judiciales en materia laboral de la subespecialidad personal del Magisterio y de la Salud. **La deuda real** corresponde a los aportes previsionales no pagados a las AFP y que fueron retenidos por los gobiernos regionales y locales. **La deuda exigible** comprende los saldos adeudados con entidades del Estado cuya administración o recaudación está a cargo de la SUNAT (básicamente, aportes a EsSalud y a la ONP).

³ Otras medidas correctivas son: (a) el monitoreo preventivo (seguimiento mensual del Estado de Situación Financiera), (b) el impedimento de concertar nuevo endeudamiento de corto plazo, y (c) el impedimento de suscribir nuevos contratos de Asociaciones Público-Privadas o nuevos convenios de Obras por Impuestos.

⁴ Otorgadas por clasificadoras que deben estar registradas en la Superintendencia del Mercado de Valores.

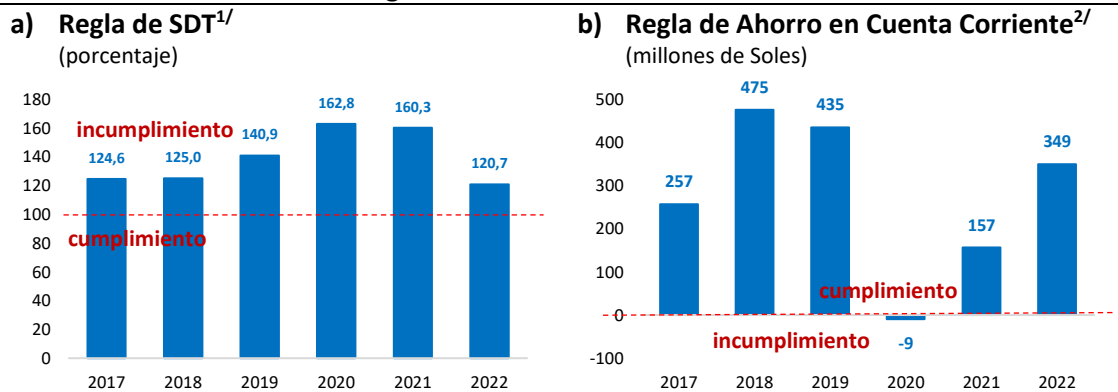
⁵ El segundo párrafo de la Sexta Disposición Complementaria Final del MRTF-SN establece que *“Los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales que cuenten con un nivel de calificación crediticia vigente igual o superior a BBB+, extendida por dos empresas calificadoras de riesgo inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), de conformidad con lo dispuesto en el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, pueden gestionar operaciones de endeudamiento directas o garantizadas, en el marco de la normatividad vigente, no resultando de aplicación lo señalado en los artículos 6, 7 y 8 de la presente norma para dichos casos”*.

⁶ En esa línea, el Decreto Legislativo 1437, del Sistema Nacional de Endeudamiento Público, establece que un gobierno subnacional puede realizar una operación de endeudamiento mayor a los S/ 15 millones si es que cumple con las reglas fiscales y/o tiene dos calificaciones crediticias de por lo menos BBB+, otorgadas por dos agencias calificadoras de riesgo.

⁷ De acuerdo con el Informe Anual de Evaluación de Cumplimiento de Reglas Fiscales de los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales al 2022, la MML informó mediante Oficio N° D000017-2023-MML-GF-SPFC, que cuenta con dos calificaciones iguales o superiores a BBB+ extendidas por las calificadoras de riesgo Apoyo y Asociados Internacionales S.A.C. y Pacific Credit Rating S.A.C., las cuales le otorgan a la municipalidad una calificación de AA con perspectiva estable.

de forma recurrente desde 2017(ver gráfico 1). Es decir, de no habersele aplicado dicha excepción, la MML hubiese estado sujeta a las restricciones previamente descritas.

Gráfico 1: Parámetros de las reglas fiscales subnacionales 2017-2022 de la MML



1/ Es el cociente entre el SDT y el promedio de los ingresos corrientes de los últimos 4 años.

2/ Es la diferencia entre ingresos y gastos corrientes.

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

2. Efectos de los planes de endeudamiento de la MML

2.1. Cronología de los hechos

Aun cuando desde 2017 el SDT de la MML ha superado el límite prudencial establecido por la regla fiscal, a mediados de 2023, la MML hizo pública sus intenciones de tomar un mayor endeudamiento de largo plazo para financiar gastos de capital (inversión pública). En ese sentido, informó a la Contraloría General de la República (CGR) sobre sus planes de emitir bonos sin garantía del Gobierno Nacional por alrededor de S/ 4 mil millones. En su solicitud a la CGR, la MML preveía que su plan de endeudamiento tendría las siguientes condiciones financieras para su plan de endeudamiento:

Tabla 1: condiciones financieras previstas para el plan de endeudamiento de la MML

Características	Detalle
Monto	S/ 4 000 millones
Tramos - Emisiones	Hasta en 3 tramos (emisiones individuales)
Modalidad	Emisión local de bonos titulizados
Primer Tramo	S/ 1 008 millones
Plazo	Hasta 20 años
Periodo de gracia	Hasta 5 años
Tasa de Interés (TEA)	9% anual fija
Periodicidad de la amortización	Trimestral o semestral
Garantía	Fideicomiso de administración de flujos provenientes de alcabala e impuesto al patrimonio vehicular

Fuente: Contraloría General de la República (Informe Previo N° 001-2023-CG/GRLIM, página 131)

En ese marco, el 27 de diciembre de 2023, la MML realizó una primera emisión de bonos sin garantía del Gobierno Nacional por S/ 1 205 millones (1er tramo). Entre las principales

características de la emisión destacan el plazo (20 años), el período de gracia (2 años y medio) y la tasa de interés aplicable (10,1%)⁸, entre otras que se describen en la tabla 2.

Tabla 2: condiciones generales de la primera emisión de deuda

Características	Detalle
Importe total de la emisión	S/ 1 205 millones, de los cuales: <ul style="list-style-type: none">S/ 1 008 millones para proyectos de inversión.S/ 197 millones para prepagar deuda.
Modalidad de la emisión	Bonos titulizados sin garantía del Gobierno Nacional.
Plazo	20 años
Periodo de gracia	2 años y medio
Tasa de interés	10,1% anual fija
Forma de pago	Servicio de la deuda semestral.
Garantía	Fideicomiso de titulización con los recursos de Alcabala y el Patrimonio Vehicular. El 100% de lo que corresponde a la MML.

Fuente: Oficio N° D000052-2024-MML-OGF.

Posteriormente, el 22 de febrero de 2024, el Decreto de Urgencia (DU) N° 003-2024 suspendió temporalmente el segundo párrafo de la Sexta Disposición Complementaria Final del MRTF-SN, impidiendo que las entidades subnacionales que no cumplen los parámetros de las reglas fiscales, pero que tienen por lo menos dos clasificaciones crediticias favorables, tomen un mayor endeudamiento. Dicha disposición, impedía a la MML continuar con sus planes de endeudamiento anunciados.

El 29 de febrero de 2024, la MML publicó la Ordenanza Municipal N° 2604, la cual pretendió establecer la prevalencia de la autonomía económica y financiera de la municipalidad para determinar su capacidad de endeudamiento, por encima de lo regulado en el DU N° 003-2024. Así, la Ordenanza en su artículo 3ro señala que se establece la inaplicabilidad del artículo 10 del DU N° 003-2024 para la MML; a fin de permitir endeudamiento garantizado con recursos propios hasta por S/ 4 mil millones.

Finalmente, el 23 de marzo de 2024, mediante el DU N° 006-2024, se modificó lo establecido en el DU N° 003-2024 y se volvió a autorizar que las entidades subnacionales que no cumplan las reglas fiscales pero que tengan clasificaciones crediticias favorables puedan gestionar operaciones de endeudamiento, siempre y cuando su SDT resultante no supere las 3,5 veces al promedio de sus ingresos corrientes de los últimos 4 años⁹ en 2024. De esta forma, la MML se encuentra habilitada nuevamente a continuar sus planes de endeudamiento, siempre y cuando tales operaciones no lleven a que el SDT supere el mencionado límite.

⁸ Tasa de interés que resultó 110 puntos básicos mayor a la prevista originalmente por la MML (9%).

⁹ Quinta Disposición Complementaria Modificatoria del DU N° 006-2024.

2.2. Análisis de los efectos del endeudamiento de la MML.

A continuación, el análisis de la DEM se centra en los efectos que tendrían las distintas opciones de endeudamiento de la MML en un conjunto de indicadores de la situación de las finanzas públicas de la entidad. Los escenarios por analizar son:

- a) **Escenario 1:** un endeudamiento total de S/ 1 205 millones, según la operación del 27 de diciembre de 2023.
- b) **Escenario 2:** un endeudamiento total de S/ 2 605 millones, consistente con los S/ 1 205 millones ya emitidos y una emisión adicional por S/ 1 400 millones, que sería lo máximo que se puede endeudar la entidad con los límites del DU 006-2024, de acuerdo con lo señalado a la prensa por el Ministro de Economía y Finanzas.
- c) **Escenario 3:** un endeudamiento total de S/ 3 205 millones, consistente con los S/ 1 205 millones ya emitidos y una emisión adicional por S/ 2 000 millones, que sería lo máximo que se puede endeudar la entidad con los límites del DU 006-2024, de acuerdo con cálculos de la DEM con información del SDT al tercer trimestre de 2023.
- d) **Escenario 4:** un endeudamiento total de S/ 4 000 millones, consistente con los S/ 1 205 millones ya emitidos y una emisión adicional por S/ 2 795 millones, para completar el plan de endeudamiento anunciado por la propia MML, situación que podría darse en 2025 porque el DU N°006-2024 tiene vigencia hasta el 31 de diciembre de 2024.

En cada uno de los escenarios antes descritos se calcularán y analizarán los siguientes indicadores: **(a)** el nivel de SDT y el ratio de SDT acorde con la regla fiscal; estos indicadores se calcularán en base a la información disponible a la fecha y se compararán con los niveles obtenidos por la MML en el pasado; **(b)** el servicio de la deuda que se asumirá, el cual se calculará asumiendo para cada escenario que se mantienen las condiciones de la emisión de bonos de fines de diciembre de 2023, que se describen en la tabla 1. Finalmente, en una sección aparte se calculará un indicador de flujos de ingresos y egresos que mide la capacidad para generar excedentes que permitan honrar las obligaciones del servicio de la deuda que se adquiere y a la vez financiar niveles “normales” de gasto no financiero (corriente y de capital). La proyección de los flujos se realiza asumiendo tasas de crecimiento de ingresos y gastos acordes con las métricas históricas de la propia MML¹⁰.

Con relación al flujo de excedentes para el pago del servicio de la deuda este se puede calcular como una variación del resultado primario de la entidad¹¹, para el periodo 2010-2023 (ver tabla 3).

¹⁰ La Contraloría General de la República (CGR) en su Informe Previo N° 001-2023-CG/GRLIM sobre la operación de endeudamiento opino sobre el flujo de caja de la MML, indicador que muestra los recursos disponibles de la entidad para inversión y el servicio de la deuda. En específico, el informe menciona sobre los supuestos utilizados por la MML para la proyección de este indicador lo siguiente: “Los supuestos utilizados para proyectar los ingresos incluidos en el flujo de caja remitido revelan un panorama optimista ... Por tanto, la MML deberá revisar los supuestos de las proyecciones utilizadas en la elaboración del flujo de caja presentado y evitar sesgos optimistas en las proyecciones que originen posibles desequilibrios presupuestales”.

¹¹ A diferencia del resultado primario convencional (ingresos totales menos gastos no financieros), se incluye los ingresos financieros por operaciones de endeudamiento. Asimismo, se considera todo el servicio de la deuda, y no solo el pago de intereses.

Tabla 3: flujo de excedentes para el pago del servicio de la deuda (millones de soles)

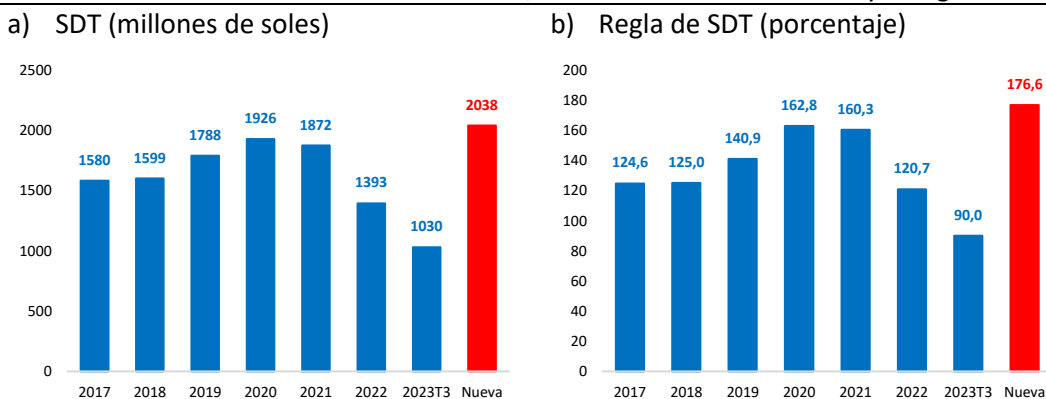
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
A. Ingresos totales (a+b+c)	1413	1375	1569	1765	1580	1473	1612	2601	1727	1263	1106	1301	1377	2468
a. Ingresos corrientes	1043	1154	1383	1251	1228	1293	1352	1198	1274	1253	1008	1138	1217	1216
b. Ingresos de capital	181	203	186	198	218	180	260	615	445	10	38	0	20	11
c. Desembolsos	189	18	0	317	134	0	0	788	9	0	59	163	141	1241
B. Gastos no financieros (d+e)	1452	1016	1446	1490	1639	1369	1499	1793	2568	1301	1359	1609	1357	1077
d. Gastos corrientes	705	755	1062	1057	1070	984	1076	941	798	817	1018	981	867	812
e. Gastos de capital	748	261	383	434	569	385	422	852	1770	483	342	628	490	265
C. Excedentes para servicio de la deuda (A-B)	-40	359	123	275	-59	104	113	807	-841	-38	-253	-308	20	1 391
D. Servicio de la Deuda	215	144	138	165	101	135	122	129	164	186	187	160	144	162
E. Flujo neto después del servicio de la deuda (C-D)	-254	215	-15	110	-160	-31	-8	678	-1 005	-224	-440	-468	-124	1 230

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

2.3 Escenario 1: endeudamiento total por S/1 205 millones

Se estima que el endeudamiento por S/ 1 205 millones ya adquirido lleve que el SDT de la MML se ubique en S/ 2 038 millones, cifra ligeramente por encima a la obtenida en 2020 en el que la MML registró su SDT máximo (S/ 1 926 millones). El cociente del SDT y el promedio de los ingresos corrientes de los últimos 4 años se incrementaría a 176 por ciento, ligeramente por encima de los máximos históricos registrados (ver gráfico 2).

Gráfico 2: Efecto de un endeudamiento de S/ 1205 millones sobre el SDT y la regla del SDT

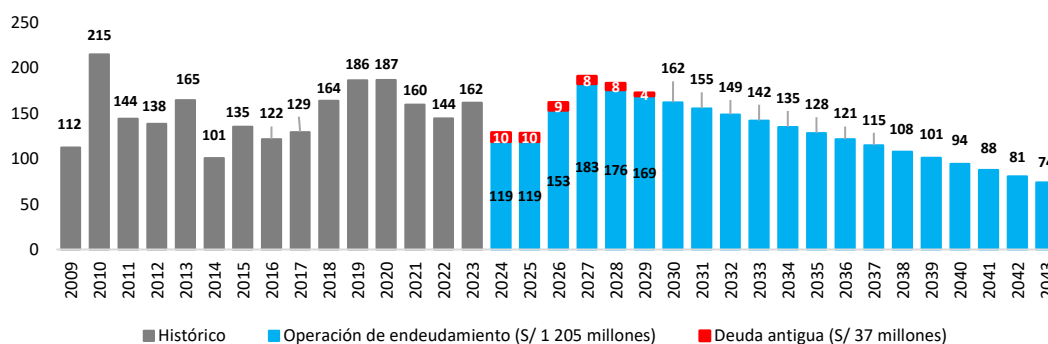


Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Según estimaciones de la DEM¹², con la operación de endeudamiento por S/ 1 205 millones, y sin ningún nuevo endeudamiento por esta y futuras administraciones (ni materializaciones de obligaciones contingentes), el servicio anual de la nueva deuda (amortización e intereses) sería en promedio de S/ 129 millones durante el periodo 2024-2043, el cual todavía es un monto inferior al pagado por la MML en promedio durante el periodo 2019-2023 (S/ 168 millones) (ver gráfico 3).

¹² Considerando las condiciones de financiamiento de la tabla 2.

Gráfico 3: servicio de la deuda con S/1 205 millones (millones de soles)



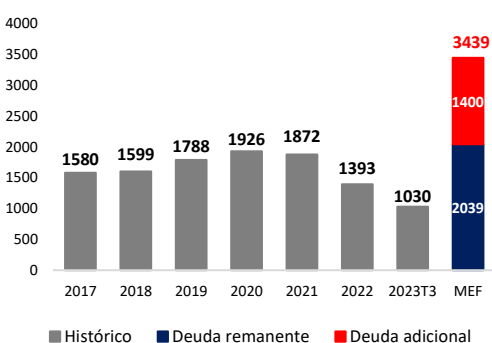
Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

2.4 Escenario 2: endeudamiento total de S/ 2 605 millones

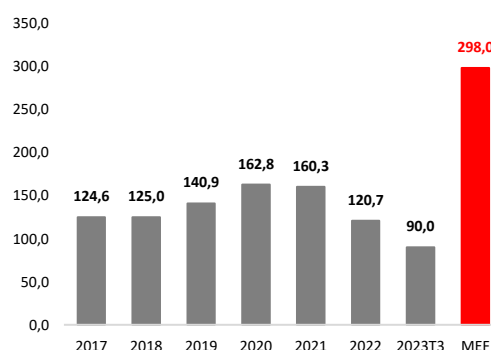
Se estima que el endeudamiento por S/ 2 605 millones, consistente con los S/ 1 205 millones ya emitidos y una emisión adicional de S/1 400 millones¹³, lleve que el SDT de la MML se ubique por encima de los S/ 3 400 millones, cifra que casi duplica la obtenida en 2020 donde se registró el SDT máximo (S/ 1 926 millones). El cociente del SDT y el promedio de los ingresos corrientes de los últimos 4 años se incrementaría hasta cerca del 300 por ciento, inferior al límite establecido por el DU N° 006-2024¹⁴ (ver gráfico 4).

Gráfico 4: Efecto de un endeudamiento de S/ 2 605 millones sobre el SDT y la regla del SDT

a) SDT (millones de soles)



b) Regla de SDT (porcentaje)



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

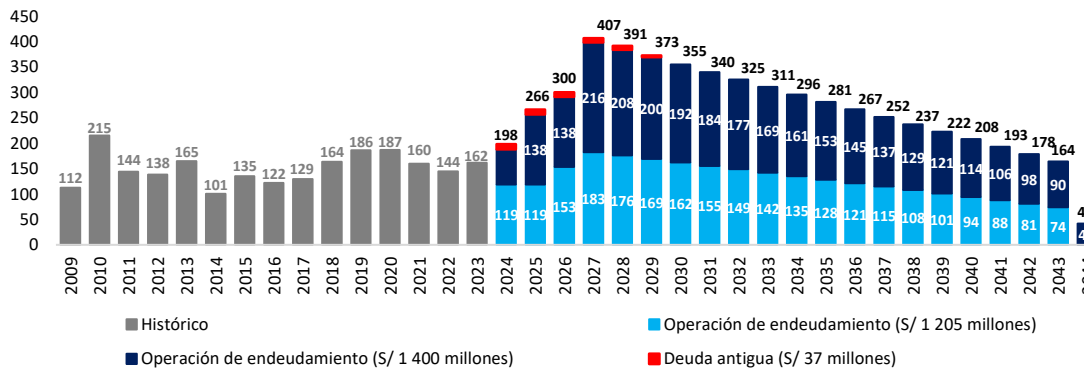
Según estimaciones de la DEM¹⁵, con la operación de endeudamiento por S/ 2 605 millones, el servicio anual de la nueva deuda (amortización e intereses) sería en promedio de S/ 267 millones durante el periodo 2024-2043, superior al pagado por la MML en promedio durante el periodo 2019-2023 (S/ 168 millones) (ver gráfico 5). Ello nuevamente sin otros endeudamientos en este período largo, ni materialización de contingentes.

¹³ Máximo endeudamiento permitido con el DU 006-2024, según lo señalado por el MEF. En este caso el MEF asume la potencial materialización de un arbitraje contra la MML por un monto de S/ 650 millones aproximadamente.

¹⁴ De acuerdo con el MEF, el límite de endeudamiento de la MML sería de S/ 1 400 millones; ya que, esta entidad considera como parte del SDT a la potencial deuda por la pérdida de un arbitraje internacional por aproximadamente S/ 650 millones. Sin embargo, a la fecha de hoy, al no ser deuda firme, no se contabiliza como parte del SDT. La inclusión de esta deuda por arbitraje llevaría el SDT de la MML por encima de los S/ 4 000 millones y la regla de SDT al límite de la regla de SDT.

¹⁵ Considerando las condiciones de financiamiento de la tabla 1, y asumiendo que esta operación de endeudamiento se realiza en el segundo semestre de 2024.

Gráfico 5: servicio de la deuda con S/2 605 millones (millones de soles)

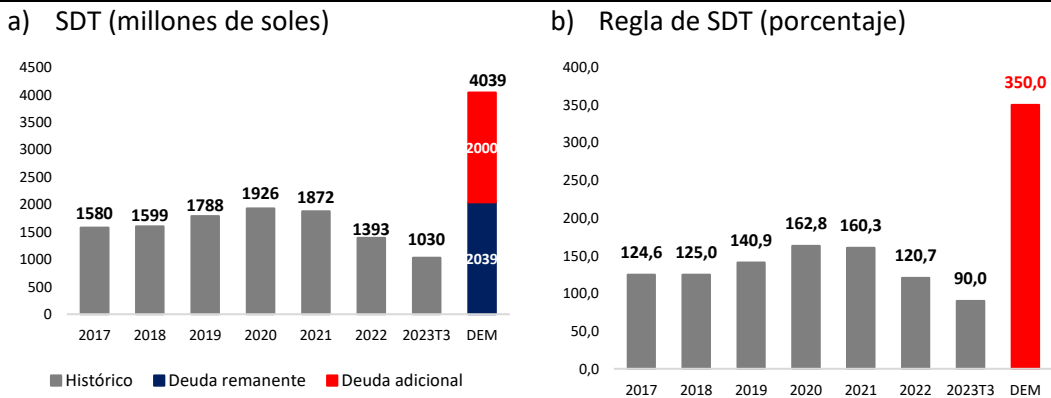


Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

2.5 Escenario 3: endeudamiento total de S/ 3 205 millones

Se estima que el endeudamiento por S/ 3 205 millones, consistente con los S/ 1 205 millones ya emitidos y una emisión adicional de S/2 000 millones¹⁶, lleve que el SDT de la MML se ubique por encima de los S/ 4 000 millones, cifra que más que duplica la obtenida en 2020 donde se registró el SDT máximo (S/ 1 926 millones). El cociente del SDT y el promedio de los ingresos corrientes de los últimos 4 años se incrementaría hasta los 350 por ciento, en el límite establecido por el DU N° 006-2024 (ver gráfico 6).

Gráfico 6: Efecto de un endeudamiento de S/ 3 205 millones sobre el SDT y la regla del SDT



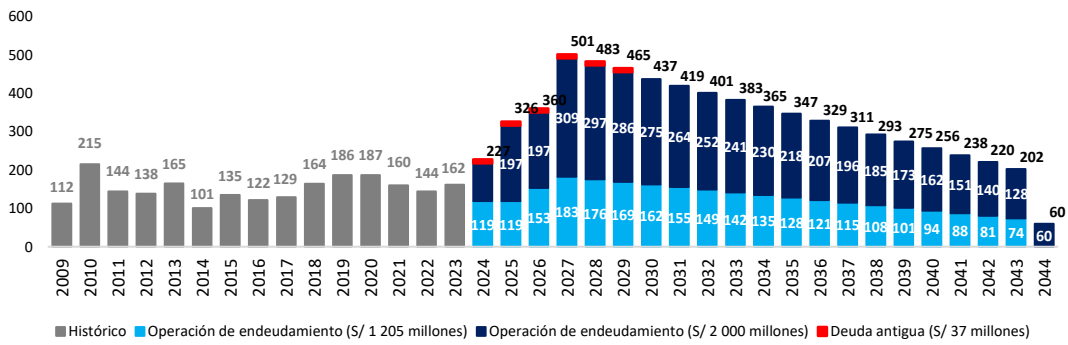
Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Según estimaciones de la DEM¹⁷, con la operación de endeudamiento por S/ 3 205 millones, el servicio anual de la nueva deuda (amortización e intereses) sería en promedio de S/ 328 millones durante el periodo 2024-2043, duplicando el monto pagado por la MML en promedio durante el periodo 2019-2023 (S/ 168 millones) (ver gráfico 7) y eso sin considerar nuevos endeudamientos de esta y siguientes administraciones ni materialización de contingencias.

¹⁶ Máximo endeudamiento permitido con el DU 006-2024, según lo calculado por la DEM-STCF considerando la información del SDT al tercer trimestre de 2023.

¹⁷ Considerando las condiciones de financiamiento de la tabla 1, y asumiendo que esta operación de endeudamiento se realiza en el segundo semestre de 2024.

Gráfico 7: servicio de la deuda con S/3 205 millones (millones de soles)

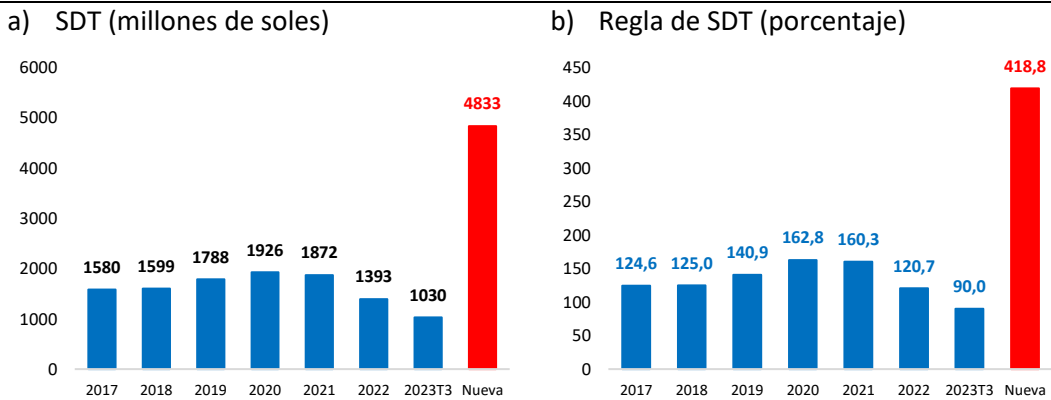


Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

2.6 Escenario 4: endeudamiento total de S/ 4 000 millones

Se estima que el endeudamiento por S/ 4 000 millones, consistente con los S/ 1 205 millones ya emitidos y una emisión adicional de S/ 2 795 millones. De esta forma, la MML completaría sus planes de endeudamiento, de acuerdo con lo informado a la CGR y a lo señalado en la Ordenanza Municipal N° 2604. Esto haría que el SDT de la MML se ubique por encima de los S/ 4 800 millones, cifra que más que casi triplica la obtenida en 2020 donde se registró el SDT máximo (S/ 1 926 millones). El cociente del SDT y el promedio de los ingresos corrientes de los últimos 4 años se incrementaría hasta los 419 por ciento, cuatro veces más del límite legal del MRTF-SN (ver gráfico 8).

Gráfico 8: Efecto de un endeudamiento de S/ 4 000 millones sobre el SDT y la regla del SDT



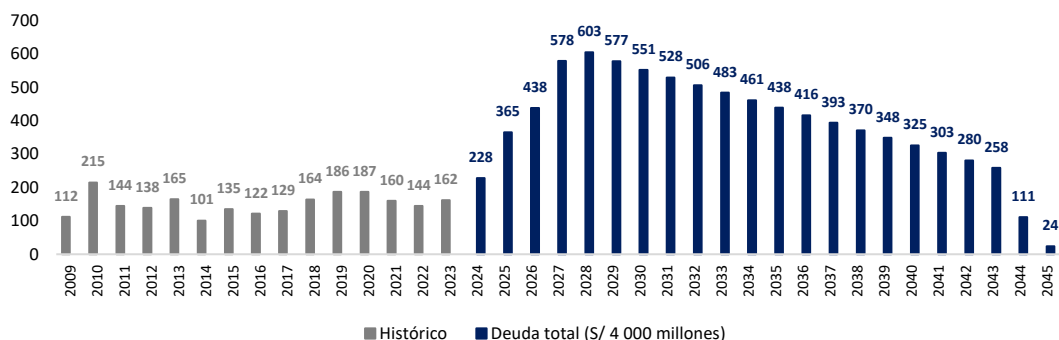
Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Según estimaciones de la DEM¹⁸, con la operación de endeudamiento por S/ 4 000 millones, el servicio anual de la nueva deuda (amortización e intereses) sería en promedio de S/ 390 millones durante el periodo 2024-2043, más que duplicando el monto pagado por la MML del periodo 2019-2023 (S/ 168 millones) (ver gráfico 9) nuevamente si no se dan nuevos endeudamientos en los próximos 20 años y sin materialización de contingentes. Así, el servicio de la deuda promedio sería muy similar a los montos de inversión que la MML ha

¹⁸ Considerando las condiciones de financiamiento de la tabla 1, y asumiendo que esta operación de endeudamiento (S/ 795 millones) se realiza en el primer semestre de 2025.

mantenido en los últimos años que llega a S/410 millones anuales en promedio¹⁹ y sería aproximadamente 60% superior la inversión de la MML ejecutada en 2023 que ascendió a S/245 millones (Ver Anexo 1).

Gráfico 9: servicio de la deuda con S/4 000 millones (millones de soles)



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

2.7 Análisis de los flujos excedentes para el pago del servicio de la deuda

Para calcular los flujos excedentes para el pago del servicio de la deuda durante el periodo 2024-2045 se asumen los siguientes supuestos:

A) En ingresos se asume que:

- Crecimiento de los ingresos corrientes de 1,0 por ciento en términos reales, ligeramente superior al crecimiento de los ingresos tributarios y no tributarios en el periodo 2010-2019 (0,8 por ciento real).
- Ingresos de capital iguales a cero.
- Para el 2024 se asume uso de saldos de balance de S/ 1 023 millones²⁰.
- Finalmente, sobre los desembolsos (4 escenarios), se asume que estos se distribuyen en partes iguales²¹, durante el periodo 2024-2026.

B) En gastos se asume que:

- Crecimiento de los gastos corrientes de 1,0 por ciento real, por debajo del crecimiento de esta variable del periodo 2010-2019 (1,6 por ciento real).
- En cuanto a los gastos de capital, que no se financian con endeudamiento, se asume un crecimiento nulo en términos reales a partir de 2025²².
- Los gastos de capital provenientes de la operación de endeudamiento se gastan proporcionalmente en el periodo 2024-2026.

Con estos supuestos se calculan los flujos excedentes para el pago del servicio de la deuda de los cuatro escenarios²³. El primer resultado que se encuentra es que los saldos de balance

¹⁹ Considera el promedio de inversión pública de la MML entre 2012 y 2023, sin considerar los años 2017 y 2018 en los que extraordinariamente la inversión de la MML creció 100 por ciento por los Juegos Panamericanos de Lima 2019.

²⁰ Información obtenida de la consulta amigable de ingresos.

²¹ En el caso del desembolso de S/ 1 205 millones, S/ 620 millones forman parte de los saldos de balance del 2024 y la diferencia S/ 388 millones se asume que se desembolsan también en 2024 (S/ 197 millones de la operación de endeudamiento fueron utilizados para amortizar deudas antiguas).

²² Se asume para el 2024, los gastos de capital se recuperan luego de la reducción de cerca de 50 por ciento real en 2023.

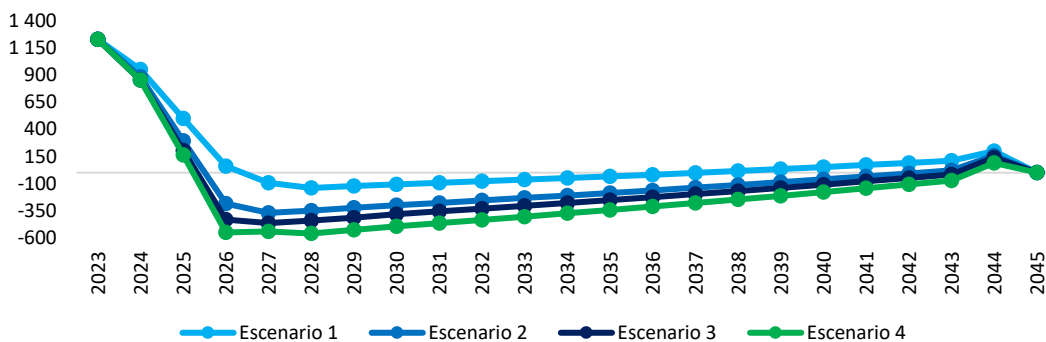
²³ El detalle de los cálculos se encuentra en el anexo 2.

positivos de la MML para el periodo 2024-2026, explicarían los flujos excedentes positivos en ese mismo periodo, es decir durante esta administración municipal.

Sobre las operaciones de endeudamiento, con la deuda de S/ 1 205 millones (escenario 1), se encuentra que, dados los supuestos de ingresos y gastos, los flujos excedentes serían ligeramente negativos durante aproximadamente 11 años (2027-2037), pero con un flujo excedente positivo promedio de S/ 58 millones durante todo el periodo de endeudamiento. Es decir, la MML podría hacer frente a una deuda de S/ 1 205 millones, y por lo tanto a un SDT de alrededor de S/ 2000 millones, monto que la MML ha manejado en años previos.

Sin embargo, para el resto de los escenarios (escenarios del 2 al 4), dado los supuestos de proyección, los flujos excedentes son persistentemente negativos durante aproximadamente 18 años (2026-2043), y además los tres escenarios presentan flujos excedentes negativos en promedio entre los S/ 93 y S/ 226 millones durante todo el periodo del endeudamiento, es decir como consecuencia de la emisión de una mayor deuda por encima de la actual (ver gráfico 10).

Gráfico 10: flujos excedentes para el pago del servicio de la deuda (millones de soles)



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

3. Sobre el mayor costo financiero por la emisión directa de la deuda

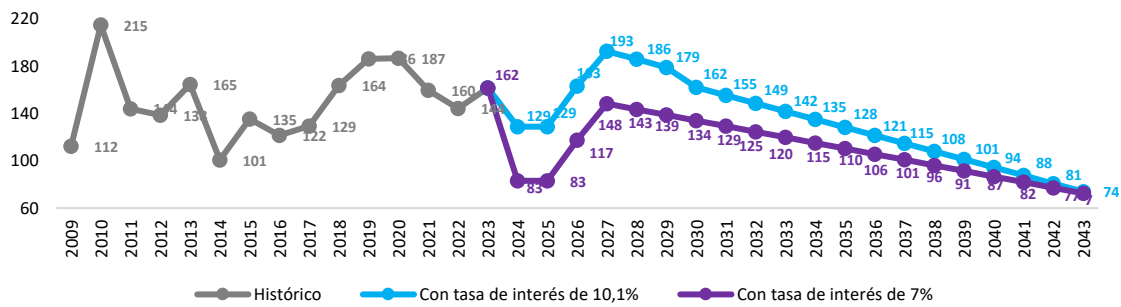
La emisión de bonos por S/ 1 205 millones en diciembre de 2023, se realizó a una tasa de interés anual de 10,1% anual, superior en aproximadamente 300 puntos básicos, a la que se exige al Gobierno Nacional por la emisión de los bonos soberanos pues el rendimiento de este tipo de bonos a 20 años es de alrededor de 7%²⁴.

El diferencial de tasas permite calcular el gasto financiero adicional, por concepto de intereses, que ha asumido la MML al no poder hacer su emisión con las mismas condiciones que el mercado le exige al Tesoro Público. Para ello se calcula el servicio de la deuda de la deuda de S/1205 millones, en las condiciones explicadas en la tabla 1 (tasa de 10,1%) y se compara con el servicio de la deuda de una emisión idéntica, pero con una tasa de 7%. Este ejercicio indica que el servicio de la deuda considerando la mayor tasa de interés, sería mayor al que se obtendría con la menor tasas de intereses, en S/ 460 millones (acumulado durante los 20 años de plazo de

²⁴ Considerando la información del reporte semanal del BCRP del 28 de diciembre de 2023, la tasa de interés de los bonos soberanos a 20 años se ubicaba en 6,80%, menor a los 6,94% registrados en la semana previa.

pago de los bonos. Así, en promedio este servicio es mayor en S/ 23 millones por año²⁵ (ver gráfico 11).

Gráfico 11: servicio de la deuda con una menor tasa de interés (millones de soles)



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

4. Sobre los proyectos de inversión por financiar

Adicionalmente cabe indicar no existe total claridad sobre los proyectos que van a ser financiados con los recursos que la MML tiene planificado obtener de concretar sus planes de endeudamiento. Si bien en el sustento enviado por la MML para la emisión se señala que se financiarán 42 proyectos de inversión pública²⁶ (por un monto de aproximadamente S/ 1008 millones), el informe de la Contraloría General de la República²⁷ al respecto indica que muchos de esos proyectos no cuentan con el saneamiento físico legal necesario para su ejecución.

Además, la DEM verificó²⁸ que 19 de los 42 proyectos no se han incluido en el presupuesto público del año 2024 (no cuentan con PIM). La demora en la ejecución de los proyectos de inversión generará mayores costos financieros por el hecho de tener recursos líquidos en entidades financieras que pagan intereses por dichos recursos menores a los que la MML paga por los bonos emitidos. Adicionalmente debe indicarse que se esperaría que el uso de los fondos obtenidos de la operación de endeudamiento brinde un rendimiento superior al costo de la deuda. Así, los proyectos a financiar deberían tener un rendimiento (calculado con una evaluación social de los proyectos) superior al 10,1% que cuesta anualmente los recursos obtenidos. Sin embargo, no es posible hacer esa evaluación si no hay claridad sobre los proyectos a financiar con tales recursos.

5. Sobre las calificaciones crediticias de la MML y la inconveniencia de permitir excepciones al cumplimiento de las reglas fiscales basados en calificaciones crediticias

Las clasificaciones crediticias que permiten a la MML exceptuarse del cumplimiento de las reglas fiscales para la emisión de deuda²⁹ han sido otorgadas por las agencias clasificadoras de alcance regional *Apoyo y Asociados S.A.C* y *Pacific Credit Rating S.A.C*. Ambas agencias clasifican a la deuda de la MML con “AA” con perspectiva estable. No obstante, la MML cuenta además con

²⁵ El servicio de la deuda se calcula con amortizaciones constantes. Por ello el servicio es mayor en los primeros años y este se va reduciendo en la medida que se va amortizando el capital. Cabe indicar que si se calculara el servicio con cuotas constantes el costo financiero adicional derivado de la mayor tasa de interés se incrementaría a S/ 29 millones en promedio.

²⁶ La lista de proyectos de inversión se encuentra en el Informe Previo N° 001-2023-CG/GRLIM.

²⁷ Informe Previo N° 001-2023-CG/GRLIM.

²⁸ Información obtenida el 1 de abril de 2024 de la consulta amigable del MEF.

²⁹ Acogiéndose lo previsto en la Sexta Disposición Complementaria Final del MRTF-SN y en la Quinta Disposición Modificatoria del DU N° 006-2024.

dos clasificaciones crediticias adicionales otorgadas por las agencias con alcance global *Moody's* y *Fitch Ratings*, las cuales otorgan clasificaciones entre 6 y 7 escalones por debajo de las clasificaciones antes referidas. En el caso de *Moody's*, esta agencia le otorga una calificación de Baa3 a la MML, dos escalones por debajo del límite del MRTF-SN, a pesar de que esta calificación asume un posible rescate financiero del Gobierno Nacional. Adicionalmente, *Moody's* otorga una calificación excluyendo el apoyo del Gobierno Nacional (denominada “*Baseline Credit Assesment*”) de Ba1, tres escalones por debajo de lo permitido por el MRTF-SN³⁰.

Por su lado, *Fitch Ratings* otorga a la MML una calificación de BBB, un escalón por debajo del límite del MRTF-SN, asumiendo un posible apoyo financiero implícito del Gobierno Nacional³¹ (ver tabla 3).

Tabla 3: calificaciones crediticias de la MML

Nivel	Pacific Credit Rating	Apoyo y Asociados	Moody's	Fitch Ratings
Grado de inversión	AAA	AAA	Aaa	AAA
	AA+	AA+	Aa1	AA+
	AA	AA	Aa2	AA
	AA-	AA-	Aa3	AA-
	A+	A+	A1	A+
	A	A	A2	A
Grado especulación	A-	A-	A3	A-
	BBB+	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	BBB-	Baa3	BBB-
	BB+	BB+	Ba1	BB+
	BB	BB	Ba2	BB
	BB-	BB-	Ba3	BB-
	B+	B+	B1	B+
	B	B	B2	B
	B-	B-	B3	B-

Clasificación mínima exigida por DL 1275 para estar exento del cumplimiento de las reglas fiscales. →

Notas: (1) Se encuentra resaltado de color rojo la calificación otorgada por cada agencia calificador de riesgo. Con celeste se resalta la clasificación de *Moody's* sin considerar el aval implícito del Gobierno Nacional. (2) Información consultada el 1/04/2024.
Fuente: MEF, *Moody's* y *Fitch Ratings*.
Elaboración: DEM-STCF.

Cabe indicar que desde la promulgación del MRTF-SN, el Consejo Fiscal se ha pronunciado en múltiples oportunidades³² señalando que no es adecuado establecer excepciones al cumplimiento de las reglas fiscales sobre la base de las clasificaciones crediticias debido a que las mismas: (i) por lo general asumen un probable apoyo no explícito del Gobierno Nacional ante la posibilidad de no pago por parte del gobierno subnacional; y, (ii) el análisis solo abarca directamente la deuda financiera, la cual, en el caso de la MML, representó solo el 23 por ciento de su SDT al tercer trimestre de 2023.

³⁰ La agencia explica en su comunicado que “la afirmación de la calificación de emisor en Baa3 (para la MML) no considera ningún cambio en el beneficio de aumento de un escalón para la BCA que surge de la evaluación de *Moody's* de una fuerte probabilidad de apoyo extraordinario por parte del Gobierno del Perú en caso de crisis aguda”.

³¹ Esta agencia también realiza la evaluación de la MML sin considerar aval del Gobierno Nacional (*Standalone Rating*), otorgándole una calificación crediticia de bbb+. Sin embargo, esta clasificación se otorga en una escala diferente y bajo otra metodología de cálculo en la que únicamente se evalúan dos indicadores: i) el perfil de riesgo, y ii) la sostenibilidad de la deuda, por lo cual no es comparable con las otras clasificaciones ni con lo establecido por el MRTF-SN.

³² Ver por ejemplo los informes N° 008-2016-CF y N° 003-2022-CF; y el comunicado N° 01-2024-CF.

6. Conclusiones

- El endeudamiento por S/ 1 205 millones, supondría un servicio de la deuda de aproximado de S/ 129 millones, monto que la MML ha podido manejar en los últimos años; y que podría pagarse considerando las proyecciones de los flujos excedentes de la MML. Pero, limitaría nuevo endeudamiento a las siguientes administraciones.
- El DU N° 006-2024 permite que el SDT de la MML supere los S/ 4 000 millones de soles en 2024, muy por encima de sus máximos históricos. En 2025, la MML podría completar su endeudamiento previsto de hasta S/ 4 000 millones, con lo que el servicio de la deuda de los siguientes 20 años se incrementaría hasta los S/ 390 millones, monto superior, por ejemplo, al gasto de capital ejecutado por la MML en 2023 (S/ 265 millones).
- El análisis de la capacidad de la MML para cumplir las obligaciones derivadas de sus planes de endeudamiento muestra que sin emisiones adicionales (únicamente los S/ 1205 millones) y sin la materialización de posibles contingencias, la MML tendría la capacidad para financiar tanto sus gastos no financieros proyectados como el servicio de la deuda adquirido.
- En el análisis de los otros escenarios, en los que se realizan emisiones adicionales entre S/1400 millones (escenario 2) y S/ 2795 millones (escenario 4), la MML no generaría suficientes recursos para financiar niveles “normales” de gasto no financiero y el servicio de la deuda. Por ejemplo, de completar sus planes de endeudamiento (escenario 4), la MML no tendría la capacidad financiera (generaría flujos negativos) para hacer frente a sus obligaciones en 18 de los 20 años de su deuda.
- Además, por el lado de los flujos excedentes para el pago del servicio de la deuda se encuentra que para el periodo de la 2024-2026, de la actual gestión municipal, los saldos de balance positivos explicarían los flujos excedentes de dicho periodo. En particular, con la operación de S/ 1 205 millones los flujos excedentes serían ligeramente negativos en el periodo 2027-2037. Dicho problema se ahonda cuando la MML emite más deuda; ya que, los flujos serían persistentemente negativos entre el 2026 y el 2043, es decir como consecuencia de un mayor endeudamiento al actual.
- La DEM encuentra que la emisión de bonos por S/ 1205 millones a una tasa de 10,1% anual (operación de diciembre de 2023) genera un costo financiero adicional de S/ 23 millones por año, respecto de que si la deuda se hubiese emitido con las condiciones financieras de los bonos soberanos (tasa de 7%). De forma acumulada, se estarían pagando mayores intereses por S/ 460 millones durante los 20 años que tiene de plazo la operación.
- El análisis de las clasificaciones crediticias de la MML muestra mucha disparidad entre las clasificaciones otorgadas por las empresas clasificadoras regionales (Pacific Credit Ratings y Apoyo y Asociados) y las de alcance global (Moody’s y Fitch), quienes le otorgan clasificaciones de entre 6 y 7 por debajo de las otras clasificaciones.
- Finalmente, se reitera que no es adecuado realizar excepciones al cumplimiento de las reglas fiscales basadas en clasificaciones de riesgo pues: (i) tales calificaciones normalmente consideran que la entidad evaluada incorpora un eventual rescate del Gobierno Nacional; y, (ii) el análisis de las calificadoras solo abarca a la deuda financiera.

Lima 03, de Abril de 2024

Dirección de Estudios Macrofiscales de la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal

13/17

Anexos

Anexo 1: resultado económico de la MML

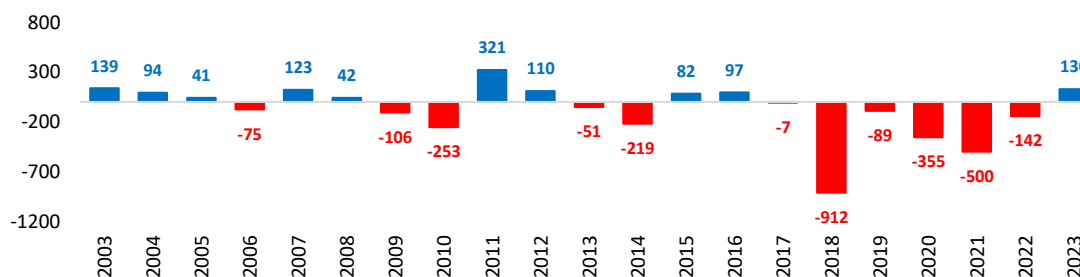
En 2023³³, la MML registró un resultado económico superavitario de S/ 130 millones, que significó el primer superávit de la MML desde el año 2016 (ver gráfico A.1). Esta mejora se explicó por la reducción de los gastos no financieros (-25,3 por ciento real), debido a los menores gastos de capital (-49,2 por ciento real) y en menor medida a la reducción de los gastos corrientes (-11,8 por ciento real). Asimismo, el resultado económico superavitario se dio a pesar de la caída de los ingresos, los cuales se redujeron en 6,6 por ciento real, explicado por la caída de todos los rubros de ingresos (ver tabla A.1).

Tabla A.1: resultado económico de la Municipalidad Metropolitana de Lima (millones de soles)

	Millones de S/					Var. % real 23/22
	Prom. 2016-2019	2020	2021	2022	2023	
I. Ingresos totales	1 602	1 047	1 139	1 236	1 227	-6,6
Ingresos corrientes	1 269	1 008	1 138	1 217	1 216	-5,9
Ingresos tributarios	653	402	525	570	583	-3,8
Ingresos no tributarios	451	347	400	384	398	-2,5
Transferencias corrientes	165	260	213	263	234	-16,0
<i>Transferencias RR.NN.</i>	<i>0,18</i>	<i>0,27</i>	<i>0,71</i>	<i>0,37</i>	<i>0,20</i>	<i>-49,9</i>
<i>Otras transferencias</i>	<i>165</i>	<i>259</i>	<i>213</i>	<i>262</i>	<i>234</i>	<i>-15,9</i>
Ingresos de capital	333	38	0	20	11	-48,1
Venta de activos	1	0	0	1	0	-81,0
Transferencia de capital	332	38	0	19	11	-46,9
II. Gastos no financieros	1 790	1 359	1 609	1 357	1 077	-25,3
Gastos corrientes	908	1 018	981	867	812	-11,8
Remuneraciones	148	169	193	201	186	-12,9
Bienes y servicios	491	604	639	551	513	-12,3
Transferencias	269	245	149	115	113	-7,6
Gastos de capital	882	342	628	490	265	-49,2
Inversión	783	332	589	477	245	-51,8
Otros	99	9	39	12	20	53,4
III. Resultado primario (I-II)	-189	-313	-471	-120	151	
IV. Intereses	39	42	29	22	21	-10,5
V. Resultado económico (III-IV)	-228	-355	-500	-142	130	

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Gráfico 1: resultado económico de la MML 2003-2023 (millones de soles)



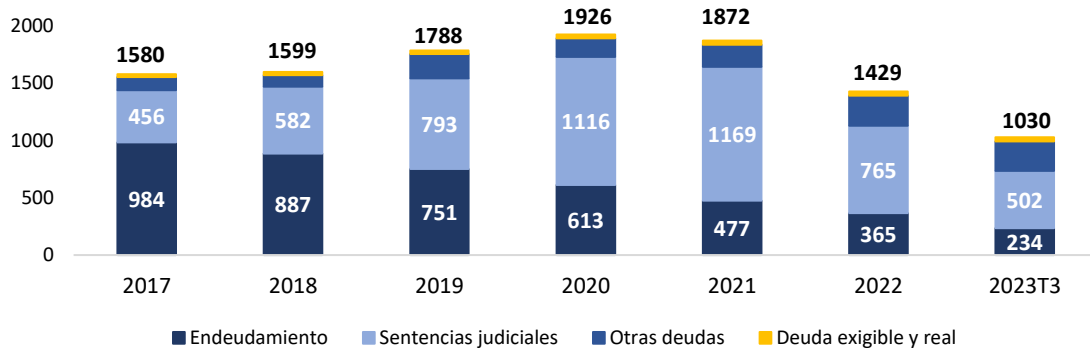
Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

³³ Información preliminar del “Reporte de Seguimiento Trimestral de las Finanzas Públicas y del Cumplimiento de las Reglas Fiscales de los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales”, publicado en febrero 2024.

Anexo 2: Saldo de Deuda Total (SDT) de la MML

Con información al tercer trimestre de 2023, el SDT de la MML fue de S/ 1 030 millones. El principal componente de la deuda de la MML fueron las deudas por sentencias judiciales³⁴, las cuales ascendieron a S/ 502 millones. El segundo componente fueron las operaciones de endeudamiento, que alcanzaron los S/ 234 millones al cierre del tercer trimestre de 2023, y que tuvieron un máximo de S/ 984 millones en 2017 (ver gráfico A.2).

Gráfico A.2: evolución del Saldo de Deuda Total de la MML en 2017-2023 (millones de soles)



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Anexo 3: Saldo excedente de los escenarios de proyección

A) Operación de endeudamiento de S/ 1 205 millones

Tabla A: flujo de excedentes para el pago del servicio de la deuda (millones de soles)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
A. Ingresos totales	2676	2268	1868	1484	1480	1539	1601	1665	1731	1801	1873	1948	2026	2107	2191	2278	2370	2464	2563	2665	2772
Ingresos corrientes	1265	1316	1368	1423	1480	1539	1601	1665	1731	1801	1873	1948	2026	2107	2191	2278	2370	2464	2563	2665	2772
Desembolsos	388	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Saldos de balance	1023	953	500	60	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. Gastos no financieros	1594	1640	1646	1387	1438	1491	1546	1603	1662	1724	1788	1854	1922	1993	2067	2144	2223	2306	2392	2481	2573
Gastos corrientes	845	879	914	950	988	1028	1069	1112	1156	1202	1251	1301	1353	1407	1463	1521	1582	1646	1711	1780	1851
Gastos de capital	400	412	424	437	450	463	477	491	506	521	537	553	570	587	604	623	641	660	680	701	722
Nuevo gasto de capital	350	350	308																		
C. Excedentes para servicio de la deuda	1081	628	223	97	42	48	55	62	69	77	85	94	103	113	124	134	146	158	171	185	199
D. Servicio de la Deuda	129	128	162	191	183	172	162	155	149	142	135	128	121	115	108	101	94	88	81	74	0
E. Flujo neto	953	500	60	-94	-141	-124	-107	-94	-80	-65	-50	-34	-18	-2	16	33	52	71	91	111	199

Para el periodo 2024-2026 los saldos de balance corresponden al flujo neto ahorrado del año previo.

Se asume que los desembolsos y el gasto de capital adicional son de S/ 1 008 millones.

Elaboración DEM-STCF.

³⁴ Consisten en sentencias judiciales firmes en los rubros civil, laboral, penal, administrativo, entre otros.

B) Operación de endeudamiento de S/ 2 605 millones

Tabla B: flujo de excedentes para el pago del servicio de la deuda (millones de soles)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
A. Ingresos totales	3176	2699	2061	1423	1480	1539	1601	1665	1731	1801	1873	1948	2026	2107	2191	2278	2370	2464	2563	2665	2772
<i>Ingresos corrientes</i>	1265	1316	1368	1423	1480	1539	1601	1665	1731	1801	1873	1948	2026	2107	2191	2278	2370	2464	2563	2665	2772
<i>Desembolsos</i>	888	500	400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Saldos de balance</i>	1023	884	293	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. Gastos no financieros	2094	2140	2046	1387	1438	1491	1546	1603	1662	1724	1788	1854	1922	1993	2067	2144	2223	2306	2392	2481	2573
<i>Gastos corrientes</i>	845	879	914	950	988	1028	1069	1112	1156	1202	1251	1301	1353	1407	1463	1521	1582	1646	1711	1780	1851
<i>Gastos de capital</i>	400	412	424	437	450	463	477	491	506	521	537	553	570	587	604	623	641	660	680	701	722
<i>Nuevo gasto de capital</i>	850	850	708																		
C. Excedentes para servicio de la deuda	1081	559	16	36	42	48	55	62	69	77	85	94	103	113	124	134	146	158	171	185	199
D. Servicio de la Deuda	198	266	300	407	391	373	355	340	325	311	296	281	267	252	237	222	208	193	178	164	42
E. Flujo neto	884	293	-285	-371	-349	-325	-300	-278	-256	-234	-211	-187	-163	-139	-114	-88	-62	-35	-7	21	157

Para el periodo 2024-2025 los saldos de balance corresponden al flujo neto ahorrado del año previo.
Elaboración DEM-STCF.

C) Operación de endeudamiento de S/ 3 205 millones

Tabla C: flujo de excedentes para el pago del servicio de la deuda (millones de soles)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
A. Ingresos totales	3376	2870	2172	1423	1480	1539	1601	1665	1731	1801	1873	1948	2026	2107	2191	2278	2370	2464	2563	2665	2772
<i>Ingresos corrientes</i>	1265	1316	1368	1423	1480	1539	1601	1665	1731	1801	1873	1948	2026	2107	2191	2278	2370	2464	2563	2665	2772
<i>Desembolsos</i>	1088	700	600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Saldos de balance</i>	1023	854	204	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. Gastos no financieros	2294	2340	2246	1387	1438	1491	1546	1603	1662	1724	1788	1854	1922	1993	2067	2144	2223	2306	2392	2481	2573
<i>Gastos corrientes</i>	845	879	914	950	988	1028	1069	1112	1156	1202	1251	1301	1353	1407	1463	1521	1582	1646	1711	1780	1851
<i>Gastos de capital</i>	400	412	424	437	450	463	477	491	506	521	537	553	570	587	604	623	641	660	680	701	722
<i>Nuevo gasto de capital</i>	1050	1050	908																		
C. Excedentes para servicio de la deuda	1081	530	-73	36	42	48	55	62	69	77	85	94	103	113	124	134	146	158	171	185	199
D. Servicio de la Deuda	227	326	360	501	483	465	437	419	401	383	365	347	329	311	293	275	256	238	220	202	60
E. Flujo neto	854	204	-434	-465	-441	-417	-382	-357	-332	-306	-280	-253	-225	-198	-169	-140	-110	-80	-49	-17	139

Para el periodo 2024-2025 los saldos de balance corresponden al flujo neto ahorrado del año previo.
Elaboración DEM-STCF.

D) Operación de endeudamiento de S/ 4 000 millones

Tabla D: flujo de excedentes para el pago del servicio de la deuda (millones de soles)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
A. Ingresos totales	3376	3270	2528	1423	1480	1539	1601	1665	1731	1801	1873	1948	2026	2107	2191	2278	2370	2464	2563	2665	2772
<i>Ingresos corrientes</i>	1265	1316	1368	1423	1480	1539	1601	1665	1731	1801	1873	1948	2026	2107	2191	2278	2370	2464	2563	2665	2772
<i>Desembolsos</i>	1088	1100	995	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Saldos de balance</i>	1023	854	165	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. Gastos no financieros	2294	2740	2641	1387	1438	1491	1546	1603	1662	1724	1788	1854	1922	1993	2067	2144	2223	2306	2392	2481	2573
<i>Gastos corrientes</i>	845	879	914	950	988	1028	1069	1112	1156	1202	1251	1301	1353	1407	1463	1521	1582	1646	1711	1780	1851
<i>Gastos de capital</i>	400	412	424	437	450	463	477	491	506	521	537	553	570	587	604	623	641	660	680	701	722
<i>Nuevo gasto de capital</i>	1050	1450	1303																		
C. Excedentes para servicio de la deuda	1081	530	-112	36	42	48	55	62	69	77	85	94	103	113	124	134	146	158	171	185	199
D. Servicio de la Deuda	228	365	438	578	603	577	551	528	506	483	461	438	416	393	370	348	325	303	280	258	111
E. Flujo neto	854	165	-550	-542	-561	-529	-496	-466	-437	-406	-375	-344	-312	-280	-247	-213	-179	-145	-109	-73	88

Para el periodo 2024-2025 los saldos de balance corresponden al flujo neto ahorrado del año previo.
Elaboración DEM-STCF.