



Ministerio de Economía y Finanzas del Perú
Vice Ministerio de Hacienda

Reporte de Activos y Pasivos

Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público

Junio 2013



PRESENTACIÓN

El Reporte de Activos y Pasivos presenta los últimos indicadores acerca de la gestión de las operaciones que conforman la deuda pública y los fondos que conforman el ahorro público, en forma consistente con las nuevas políticas aprobadas para la gestión de activos y pasivos financieros del Gobierno Central. Con este documento, el Ministerio de Economía y Finanzas reafirma su vocación con la promoción de una mayor transparencia, competencia, diversificación y accesibilidad al mercado de valores de deuda pública.

1. ANTECEDENTES

El Programa de Mejoramiento Continuo de la Gestión de las Finanzas Públicas (PMC) 2011-2015 aprobado en enero del 2011 tiene como uno de sus cinco áreas de trabajo la introducción de una gestión global de activos y pasivos financieros.

La Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público tiene entre sus objetivos estratégicos establecidos en el PEI 2012 - 2016, la mejora de la gestión de los recursos públicos y el manejo eficiente de la deuda pública como parte de una gestión global de activos y pasivos.

Conforme a lo anterior, la conformación de un Comité de Activos y Pasivos fortalece la más eficiente y oportuna toma de decisiones de inversión y de endeudamiento y permite realizar una gestión más eficiente de los recursos del Tesoro Público.

Por tanto, el presente informe tiene como objetivo realizar el seguimiento y evaluación al cierre de junio del 2013 de la gestión global de activos y pasivos financieros y del riesgo estructural de balance asociado, en el marco de un manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas.

2. LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL AL 30 DE JUNIO 2013

Los activos y pasivos financieros directos que conforman el balance financiero del Gobierno Central constituyen la base utilizada para la determinación de la deuda bruta y la deuda neta de la República. La definición de Gobierno Central corresponde a la de la mínima unidad económicamente relevante para la preparación de los estados financieros según las Normas Internacionales de Contabilidad del Sector Público y cuya capacidad de pago es objeto de evaluación y calificación soberana.

Según las normas internacionales para las estadísticas fiscales, la definición de Gobierno Central utilizada aquí para determinar la cobertura de los activos y pasivos financieros relevantes corresponde a la del Gobierno Central presupuestario¹ del Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas 2001 del FMI, sin incluir la seguridad social, es decir, no se incluye ni los activos ni los pasivos de la entidad encargada de la provisión de salud contributiva (EsSalud) ni de la entidad encargada de las pensiones contributivas (ONP)².

Asimismo, siguiendo los principios establecidos en las Normas Internacionales de Contabilidad y las Normas Internacionales de Información Financiera, todas las mediciones se hacen expresadas en moneda nacional porque es la moneda funcional del Gobierno Central, moneda en la que se aprueba su presupuesto y en la que están denominados la gran mayoría de sus ingresos tributarios y no tributarios.

¹ Según dicho estándar, la definición de Gobierno Central presupuestario incluye a todas las unidades que forman parte de los poderes ejecutivo, legislativo y judicial, pero no incluye a entidades como las universidades, beneficencias, organismos supervisores u otras unidades autónomas que conforman el Gobierno Central extrapresupuestario.

² No se incluye ningún activo (como los ahorros manejados en el FCR) o pasivo (como los pasivos provisiones de los bonos de reconocimiento ONP) para facilitar la comparación con los otros países, los que no incluyen ni sus activos (ahorros) ni sus pasivos (deuda) relacionados con la seguridad social contributiva.

2.1 Activos financieros (ahorro bruto)

Al 30 de junio de 2013, el total de activos financieros³ del Gobierno Central alcanzó los S/. 60 656 millones, de los que S/. 31 388 millones correspondieron a activos en moneda nacional y S/. 29 268 millones en moneda extranjera que se explica principalmente por los fondos restringidos⁴.

Cuadro N° 1
Posición en Activos Financieros

	Saldo Jun 2012 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Mar 2013 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Jun 2013 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
Por disponibilidad							
Disponible	28 134	52,4%	29 139	53,7%	27 874	46,0%	-4,3%
Depósitos Vista	22 293	41,5%	14 712	27,1%	15 397	25,4%	4,7%
Depósitos a plazo	5 841	10,9%	14 427	26,6%	12 476	20,6%	-13,5%
Cuentas por cobrar	3 271	6,1%	3 712	6,8%	3 909	6,4%	5,3%
Trasposos	3 232	6,0%	3 712	6,8%	3 897	6,4%	5,0%
Derivados	38	0,1%	0	0,0%	12	0,0%	
Fondos restringidos	22 272	41,5%	21 453	39,5%	28 874	47,6%	34,6%
Depósitos vista	7 254	13,5%	4 829	8,9%	8 913	14,7%	84,6%
Depósitos a plazo	15 018	28,0%	16 623	30,6%	19 960	32,9%	20,1%
TOTAL	53 676	100,0%	54 304	100,0%	60 656	100,0%	11,7%

Fuente: MEF-DGETP.

La aplicación de la regla fiscal de mantener el equilibrio o generar superávit, junto al contexto de la parte alcista del ciclo prevaleciente hasta el 2012, le permitió al Tesoro Público acumular un nivel de ahorro importante que representa un sólido respaldo ante cualquier evento adverso futuro.

A pesar de que la incertidumbre en la economía mundial en el segundo trimestre del año ha generado importantes caídas en los precios de las principales materias primas de exportación del país, el buen desempeño de los ingresos fiscales impulsados, principalmente por la recaudación tributaria de la demanda interna, ha permitido mantener el nivel de ahorro sin mayores variaciones.

Así, el saldo de ahorro bruto al cierre de junio 2013 implica un incremento de 13,0% respecto del saldo a junio 2012. Actualmente estos fondos se encuentran depositados en cuentas a la vista y cuentas a plazo principalmente (Cuadro N° 1).

2.2 Pasivos financieros (deuda bruta)

Al cierre de junio 2013 el total de pasivos financieros⁵ del Gobierno Central alcanzó un monto equivalente a S/. 87 745 millones, menor en 0,9% al cierre de junio 2012. Por jurisdicción, la deuda externa representa el 55,5% del total, disminuyendo en 9,1% respecto al año anterior, mientras que, por su instrumento de origen, el 72,8% corresponde a valores en circulación en los mercados incrementándose en 8,6% en relación al año anterior.

³ En sentido estricto, al total de activos financieros del Gobierno Central falta incorporarle el valor de su participación accionaria en las diferentes empresas públicas, el mismo que no ha sido incluida por no contarse aún con información auditada al cierre de 2012. Así, este total no incluye los activos financieros de los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales ni los de las empresas públicas, financieras o no financieras, así como tampoco los de las entidades del Gobierno Central extrapresupuestario.

⁴ El Fondo de Estabilización Fiscal equivalente al 82,5% del total de fondos restringidos al cierre de junio 2013.

⁵ El Informe Anual de Deuda Pública, además de la deuda bruta del Gobierno Central, también incluye la deuda externa de los Gobiernos Regionales, Gobiernos Locales y empresas públicas, financieras y no financieras, así como la parte de los pasivos por reservas previsionales de la ONP que corresponden al reconocimiento de aportes de los trabajadores trasladados del sistema público al sistema privado de pensiones.

En el segundo trimestre del año la apreciación del dólar estadounidense y el euro respecto a la moneda local generaron que el saldo de la deuda total expresada en moneda nacional se mantuviera casi sin variaciones respecto al trimestre anterior, luego de haberse incrementado 0,9% en el primer trimestre del año; sin embargo la comparación del saldo de deuda a junio 2013 respecto al mismo mes del año anterior muestra una disminución de 0,8% (Cuadro N° 2).

Cuadro N° 2
Posición en Pasivos Financieros

	Saldo Jun 12 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Mar 13 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Jun 13 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
Por origen							
Valores en circulación	58 824	66,5%	60 975	69,5%	63 879	72,8%	4,8%
Bonos globales	25 206	28,5%	24 440	27,9%	26 294	30,0%	7,6%
Bonos soberanos	31 332	35,4%	34 264	39,1%	35 481	40,5%	3,6%
Otros bonos	2 286	2,6%	2 271	2,6%	2 104	2,4%	-7,4%
Adeudados	28 657	32,4%	25 564	29,2%	23 214	26,5%	-9,2%
Multilaterales	20 291	22,9%	18 170	20,7%	15 638	17,8%	-13,9%
Club de Paris	6 827	7,7%	5 714	6,5%	5 910	6,7%	3,4%
Otros	1 539	1,7%	1 681	1,9%	1 666	1,9%	-0,9%
Cuentas por pagar	992	1,1%	1 153	1,3%	652	0,7%	-43,5%
TOTAL	88 473	100,0%	87 692	100,0%	87 745	100,0%	0,1%

Fuente: MEF-DGETP

2.3 Deuda pública neta

El nivel de la deuda bruta (pasivos financieros) del Gobierno Central que se alcanzó al cierre de junio 2013 se vio mitigado por el ahorro acumulado (activos financieros) a la misma fecha y su brecha determina la exposición al riesgo estructural de balance.

Cuadro N° 3
Deuda Neta del Gobierno Central

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo Mar13 (MM S/.)	Saldo Jun13 (MM S/.)	Saldo Mar13 (MM S/.)	Saldo Jun13 (MM S/.)	Saldo Mar13 (MM S/.)	Saldo Jun13 (MM S/.)
Nuevos soles	28 705	31 388	38 365	39 365	9 659	7 978
Dólares	23 074	26 661	42 046	41 135	18 973	14 474
Euros	280	270	3 041	2 965	2 761	2 695
Yenes	2 225	2 323	4 048	4 106	1 823	1 783
Otros	20	15	192	174	172	159
Total	54 304	60 656	87 692	87 745	33 388	27 089
Posición / PBI*	9,9%	11,1%	16,0%	16,0%	6,1%	5,0%

Fuente: MEF-DGETP
* PBI proyectado al cierre del 2013 (MMM)

En ese sentido, la deuda neta representa alrededor del 30,9% del saldo de la deuda bruta, mientras que el trimestre anterior representaba el 38,1%. La deuda neta al cierre de junio 2013 es equivalente al 5,0% del PBI (Cuadro N° 3) disminuyendo respecto al trimestre anterior. Esta deuda neta sería menor si se hubiera podido incluir el saldo de activos financieros correspondiente a la participación patrimonial del Gobierno Central en las diferentes empresas públicas y de las entidades públicas

que le pertenecen⁶.

3. RIESGO ESTRUCTURAL DE BALANCE

El riesgo estructural de balance se define como la posibilidad de sufrir potenciales pérdidas derivadas de movimientos adversos en las curvas de tasas de interés, en los tipos de cambio, o en la liquidez relativa de los mercados ante la existencia de descalces de tasas de interés, descalces de monedas o descalces de vencimientos en la gestión de activos y pasivos, así como por la existencia de diversas fuentes de concentración entre activos y pasivos que no puedan compensarse entre sí ante súbitos cambios en las condiciones financieras prevaletentes en los diferentes mercados.

Se realiza el seguimiento utilizando diferentes herramientas consistentes con el nivel de complejidad de los activos y pasivos financieros del Gobierno Central con el objetivo de recomendar acciones para gestionar los riesgos ante los movimientos en los mercados.

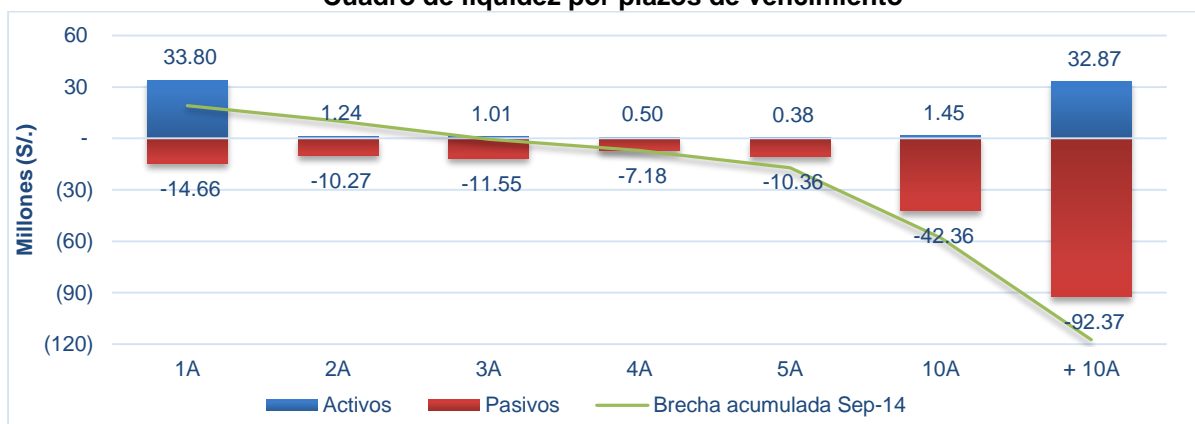
3.1 Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es la posibilidad de generar pérdidas por la incapacidad de financiar aumentos en el volumen de activos o de cumplir obligaciones asociadas a pasivos ya pactados, mediante la entrega de efectivo u otro activo financiero. Para la medición y monitoreo del riesgo de liquidez se han utilizado como métricas: un cuadro de liquidez por plazos de vencimiento (calce) que toma las cuentas del activo y pasivo financiero⁷ y muestra las brechas acumuladas que se generan de acuerdo a los vencimientos distribuidos por bandas de tiempo y el Ratio de Cobertura de Liquidez (RCL), medida que toma en consideración los activos plenamente disponibles, líquidos y de alta calidad para hacer frente a las salidas netas de efectivo.

a. Calce de activos y pasivos de acuerdo al plazo residual

Del análisis de liquidez por plazos de vencimiento, se puede destacar que el descalce acumulado total⁸ es positivo hasta la banda temporal de 3 años (se mantiene en la misma banda desde mediados del 2012) con un total de S/. 659,5 millones. Lo que significa que el Gobierno Central cuenta con holgura suficiente para cubrir las obligaciones financieras (principal e intereses) pactadas en los siguientes tres años utilizando los activos líquidos que tiene al cierre de junio 2013⁹.

Gráfico N° 1
Cuadro de liquidez por plazos de vencimiento



Fuente: MEF-DGETP

⁶ El patrimonio contable de todas las entidades y empresas, financieras y no financieras, pertenecientes al Gobierno Central equivalía aproximadamente al 3,1% del PIB del 2012 (se ha tomado el patrimonio contable 2012 para todas ellas, excepto para OSINERGMIN, OSITRAN, INDECOPI y SUNAT que se tomó cifras al cierre del 2011).

⁷ En la métrica se han incluido los saldos de activos y pasivos y los flujos de intereses futuros por cobrar y pagar bajo un criterio conservador.

⁸ Activos y pasivos en moneda nacional y moneda extranjera.

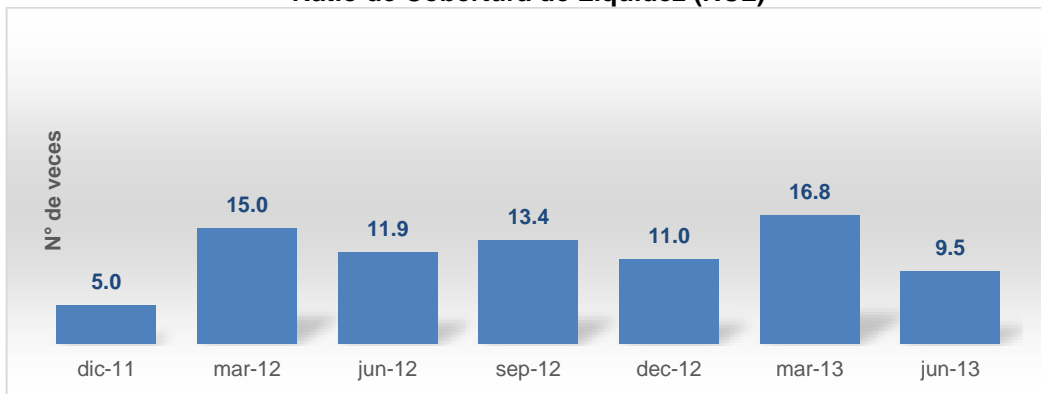
⁹ En el análisis de liquidez por bandas de tiempo, los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) se han colocado en la última banda temporal con la intención de medir la capacidad del Gobierno Central para cubrir sus pasivos con los recursos de mayor liquidez, a pesar de que el FEF podría ser usado en un escenario de crisis.

Si bien el descalce acumulado positivo se mantiene en la misma banda que el trimestre anterior, el monto ha disminuido en S/. 2 021 millones.

b. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)¹⁰

El RCL al cierre de junio 2013 es significativamente mayor a 1, mostrando una disminución respecto de marzo, disminución superior a la que se produjo en el mismo periodo del año anterior. No obstante, este resultado muestra un nivel de liquidez que le otorga al Gobierno Central la suficiente holgura para afrontar algún evento inesperado de corto plazo y la suficiente capacidad de constituir y gestionar una reserva secundaria de liquidez valiosa para enfrentar eventuales situaciones de estrés.

Gráfico N° 2
Ratio de Cobertura de Liquidez (RCL)



Fuente: MEF-DGETP

3.2 Riesgo de tasa de interés

Los movimientos en la curva de tasas de interés repercuten en los posibles resultados del Gobierno Central, desde una perspectiva de corto plazo, y sobre el valor económico o patrimonial, desde una perspectiva de largo plazo, convirtiéndose en un riesgo relevante en la actividad financiera del Gobierno Central y, a su vez, en una oportunidad para la creación de valor.

Cuadro N° 4
Duración de los Activos Financieros

	Saldo Jun 2012 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Mar 2013 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Jun 2013 (MM S/.)	Duración (años)
Disponible	28 134	0,1	29 139	0,2	27 874	0,1
Dep. vista	22 293	0,0	14 712	0,0	15 397	0,0
Dep. plazo	5 841	0,4	14 427	0,4	12 476	0,3
Ctas x cobrar	3 271	5,4	3 712	5,2	3 908	4,8
Traspasos	3 232	5,4	3 712	5,2	3 897	4,8
Derivados	38	-	-	-	12	-
F.restringidos	22 272	0,2	21 453	0,6	28 874	0,4
Dep. vista	7 254	0,0	4 829	0,0	8 913	0,0
Dep. a plazo	15 018	0,4	16 623	0,8	19 960	0,6
TOTAL	53 676	0,47	54 304	0,69	60 656	0,58

Fuente: MEF-DGETP

¹⁰ El ratio tiene como numerador los fondos disponibles de alta calidad y como denominador los flujos salientes en el muy corto plazo, se considera que se cuenta con una liquidez suficiente cuando el indicador es mayor igual a 1.

La principal fuente de riesgo radica en el desfase temporal que existe entre los reprecios y los vencimientos de los activos y los pasivos financieros del balance del Gobierno Central expuestos a movimientos en la tasa de interés. Como un primer acercamiento al desfase temporal de activos y pasivos se muestra el indicador de sus duraciones¹¹. La duración de los activos ha mostrado una ligera disminución respecto al trimestre anterior pero un incremento equivalente a 0,11 años respecto al mismo mes del 2012, manteniéndose menor a 1 año (Cuadro N° 4). Por otro lado, la duración de los pasivos ha mostrado una ligera disminución equivalente a 0,7 años respecto del trimestre anterior, básicamente debido al incremento de las tasas de interés, por lo que se colocó al cierre de junio en 7,3 años (Cuadro N° 5).

Cuadro N° 5
Duración de los Pasivos Financieros

	Saldo Jun 2012 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Mar 2013 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Jun 2013 (MM S/.)	Duración (años)
V.circulación	58 824	8,9	60 975	9,0	63 879	8,0
B. globales	25 206	9,2	24 440	9,4	26 294	8,3
B. soberanos	31 332	8,6	34 264	8,8	35 481	7,9
Otros bonos	2 286	7,6	2 271	7,5	2 104	6,6
Adeudados	28 657	5,1	25 564	5,1	23 214	5,0
Multilaterales	20 291	5,2	18 170	5,3	15 638	5,4
Club de Paris	6 827	5,2	5 714	5,3	5 910	4,9
Otros	1 539	2,9	1 681	2,7	1 666	2,5
Ctas x pagar	992		1 153		652	
TOTAL	88 473	7,8	87 692	8,0	87 745	7,3

Fuente: MEF-DGETP

Además, para ejecutar las operaciones, se ha venido siguiendo el impacto de la exposición al riesgo de tasa de interés en el corto plazo, mediante el indicador de Ganancia en Riesgo, y en el largo plazo, mediante el indicador de Valor Patrimonial en Riesgo, utilizando en ambos casos una variación estándar de tasas de interés de +/-200 puntos básicos, además de la periódica simulación de pruebas de estrés.

a. Ganancia en riesgo (GER)

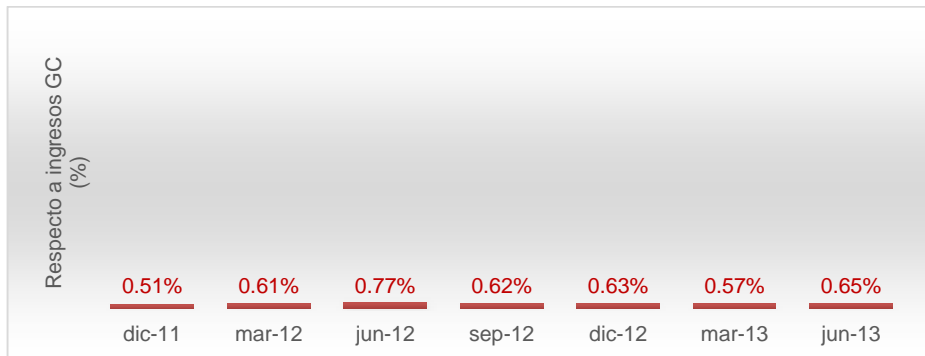
El indicador de Ganancia en Riesgo medido al cierre de junio 2013 muestra que, ante la variación estándar de tasa de interés utilizada, se generaría un impacto en el margen financiero del Gobierno Central (Ganancia en Riesgo) de S/. 667 millones equivalente al 0,65% de los Ingresos del Gobierno Central o al 0,12% del PBI¹². El indicador GER del trimestre anterior fue S/. 586 millones mientras que el de junio 2012 de S/. 751 millones.

Si bien se ha producido, durante este último trimestre, una subida en las tasas de interés de los instrumentos de mercados emergentes, los rendimientos de los activos del Tesoro se han mostrado poco sensibles a estos movimientos, manteniéndose por debajo de los rendimientos del mercado, situación que se explica debido a que la mayor parte de los activos se encuentran en depósitos a la vista y a plazo en el Banco Central de Reserva del Perú. Esta situación, junto con la brecha positiva de activos sobre pasivos del Gobierno Central en el corto plazo, implicó que la posibilidad de que se produzca un mayor impacto negativo, derivado de un movimiento de tasas de interés adverso, sea limitada.

¹¹ Equivalen al plazo promedio de reembolso del principal e intereses en términos de valor presente.

¹² Los ingresos y el PBI utilizados en los indicadores de riesgo son los proyectados al cierre del 2012 de acuerdo al MMM 2014 – 2016.

Gráfico N° 3
Ganancia en Riesgo (GeR)



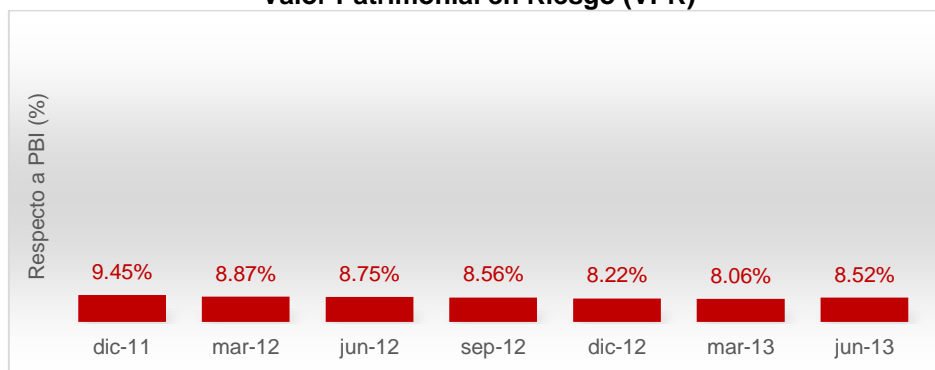
Fuente: MEF-DGETP

b. Valor patrimonial en riesgo (VPR)

La medición y seguimiento del riesgo estructural de tasa de interés en el largo plazo se basa en el análisis del cambio en el valor presente de los activos y pasivos ante movimientos de la curva de tasas de interés; tal variación se verá reflejada en el valor de mercado del patrimonio del Gobierno Central.

Al cierre de junio 2013, ante la variación estándar de tasas de interés utilizada, el indicador de Valor Patrimonial en Riesgo fue de S/. 46 111 millones, equivalente a 8,52% del PBI, superior al resultado del indicador en el trimestre anterior debido, principalmente, al incremento de la brecha negativa total expresada en moneda nacional entre activos y pasivos en el largo plazo por el efecto del aumento del tipo de cambio sobre los intereses de la deuda cuya duración es bastante mayor a la de los activos financieros del Gobierno Central. De acuerdo a la estructura de balance del Gobierno Central, éste estaría moderadamente expuesto a una disminución en el nivel de las tasas de interés. Sin embargo, dado que las tasas de interés de los instrumentos de economías emergentes en el último trimestre han comenzado a subir y se espera que se mantenga la tendencia alcista, una vez que las principales potencias comiencen a cambiar sus políticas monetarias expansivas, entonces actualmente este riesgo no es material.

Gráfico N° 4
Valor Patrimonial en Riesgo (VPR)



Fuente: MEF-DGETP

3.3 Riesgo de tipo de cambio

El riesgo estructural de tipo de cambio se refiere a la potencial pérdida que asume el Gobierno Central ante variaciones en la cotización de la moneda nacional con respecto a las diferentes divisas en los mercados financieros cuando existen brechas entre los vencimientos de sus operaciones activas y sus operaciones pasivas en diferentes monedas extranjeras.



Cuadro N° 6
Posición de los Activos Financieros por Monedas

Monedas	Participación Jun 2012 (%)	Participación Mar 2013 (%)	Participación Jun 2013 (%)
Activos(*)	S/. 53 676 MM	S/. 54 304 MM	S/. 60 656 MM
Disponible	52,4%	53,7%	46,0%
Nuevos Soles	47,1%	46,3%	43,7%
Dólares	5,3%	7,3%	2,2%
Euros	0,0%	0,1%	0,0%
Cuentas por Cobrar	6,1%	6,8%	6,4%
Trasposos	6,0%	6,8%	6,4%
Nuevos Soles	0,4%	0,7%	0,7%
Dólares	1,0%	1,5%	1,5%
Euros	0,3%	0,4%	0,4%
Yenes	4,2%	4,1%	3,8%
Otros	0,0%	0,0%	0,0%
Derivados(*)	0,1%	0,0%	0,0%
Dólares	0,0%	0,0%	0,0%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Yenes	0,1%	0,0%	0,0%
Fondos Restringidos	41,5%	39,5%	47,6%
Nuevos Soles	3,7%	5,8%	7,4%
Dólares	37,8%	33,7%	40,2%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

(*) Derivados a valor de mercado.
Fuente: MEF-DGETP

Cuadro N° 7
Posición de los Pasivos Financieros por Monedas

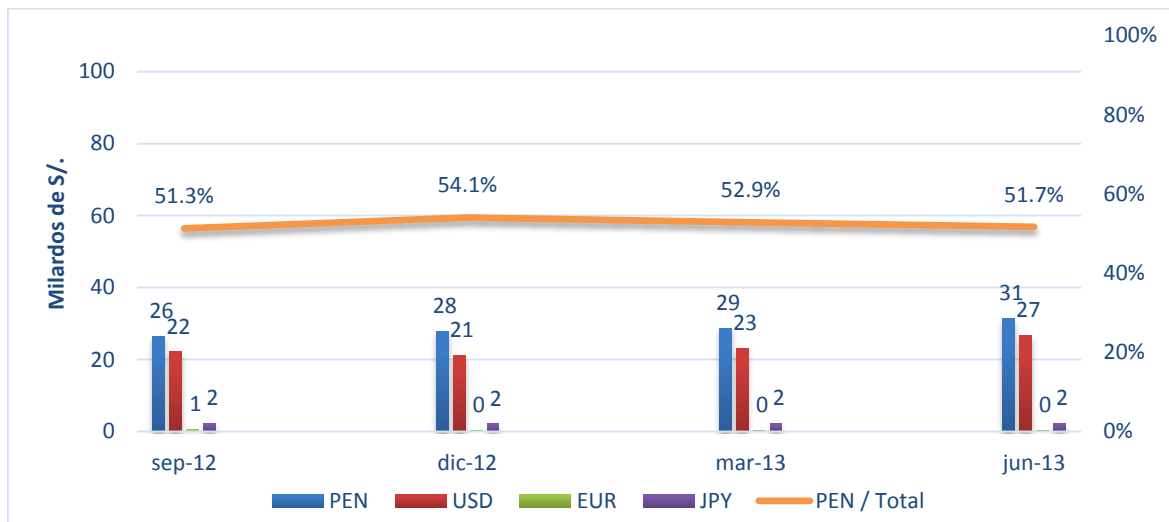
Monedas	Participación Jun-12 (%)	Participación Mar-13 (%)	Participación Jun-13 (%)
Pasivos	S/. 88 473 MM	S/. 87 692 MM	S/. 87 745 MM
Valores en circulación	66,4%	69,5%	72,8%
Nuevos soles	37,5%	41,1%	42,2%
Dólares	27,9%	27,3%	29,3%
Euros	1,2%	1,2%	1,2%
Adeudados	32,4%	29,2%	26,5%
Nuevos soles	2,5%	2,6%	2,6%
Dólares	22,0%	20,2%	17,3%
Euros	1,7%	1,6%	1,7%
Yenes	5,6%	4,6%	4,7%
Otros	0,6%	0,2%	0,2%
Derivados (*)	1,1%	1,3%	0,7%
Dólares	0,5%	0,5%	0,3%

Euros	0,6%	0,8%	0,4%
Yenes	0,0%	0,1%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

(*) Derivados a valor de mercado.
Fuente: MEF-DGETP

La estructura de los activos por monedas tiene al nuevo sol como principal componente con una participación del 51,7% respecto del total, disminuyendo frente al trimestre anterior en -1,2%.

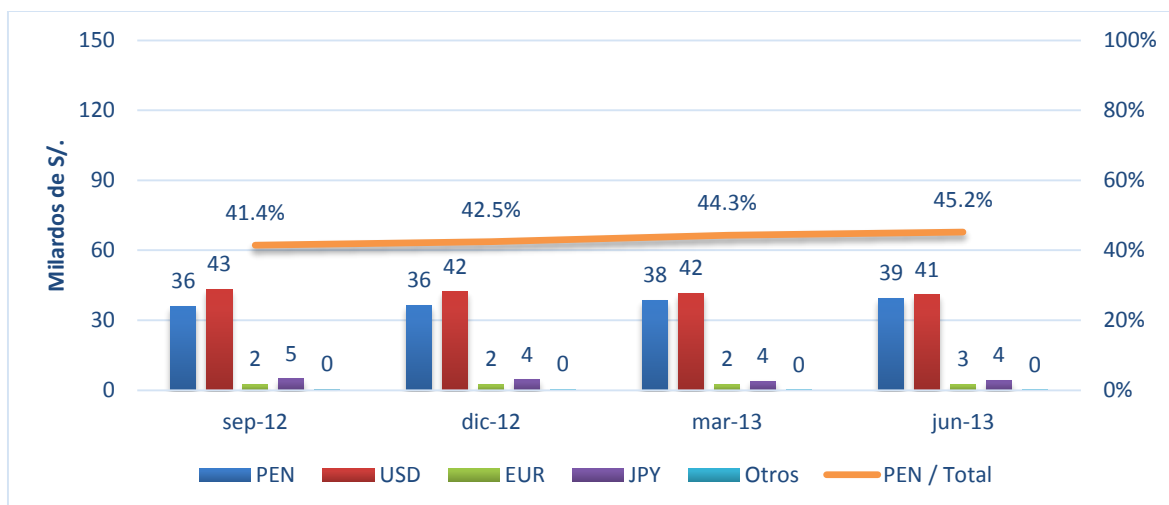
Gráfico N° 5
Composición de activos por monedas



Fuente: MEF-DGETP

Por otro lado, la estructura de pasivos por monedas tiene como principal componente al dólar estadounidense en los pasivos con una participación de 46,9% respecto del total. La participación del dólar estadounidense ha disminuido frente al trimestre anterior en 1,1% y frente al mismo mes del año anterior en 3,5%. Al cierre de junio 2013, la participación del nuevo sol sobre el total de la deuda bruta era de 45,2%.

Gráfico N° 6
Composición de pasivos por monedas



Fuente: MEF-DGETP

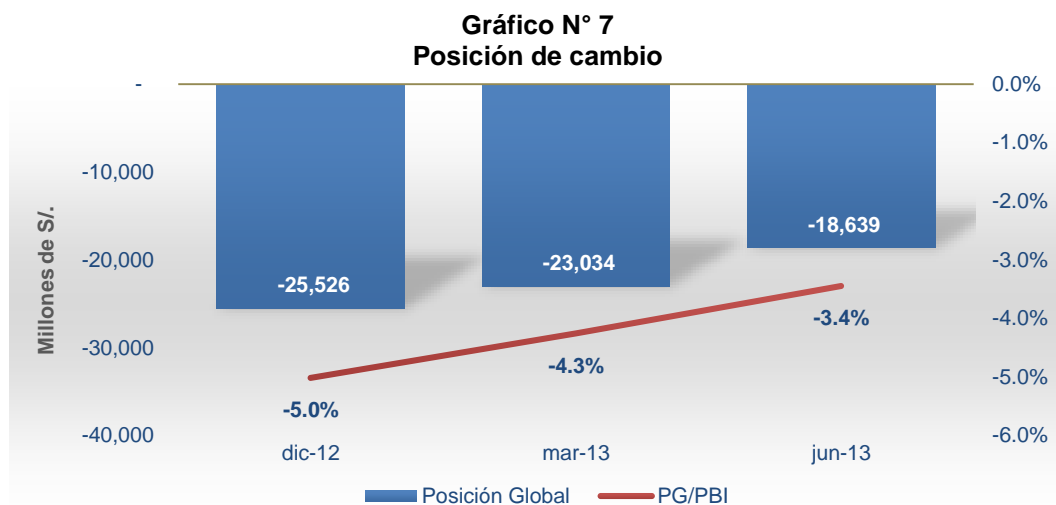
Incluyendo las operaciones de derivados anteriormente realizadas, la participación del nuevo sol en la estructura de los pasivos se incrementa a 49,9%, con el consiguiente impacto en los gastos financieros, y la participación del dólar estadounidense se reduce a 45,1%.

Luego de que durante el 2012 el nuevo sol se viera fortalecido por las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados, en el segundo trimestre del 2013 se empezaron a ver señales, aún débiles, de un mejoramiento de la economía de Estados Unidos que ha llevado a los inversionistas a cerrar posiciones en mercados de economías emergentes ante un posible final del estímulo cuantitativo y comprar activos de mayor calidad crediticia. Esta situación depreció fuertemente las monedas de economías emergentes como el nuevo sol peruano, en lo que va del año el tipo de cambio PEN/USD ha disminuido en 9,1%¹³.

Se ha venido siguiendo muy de cerca el mercado cambiario y su impacto sobre el balance del Gobierno Central mediante el uso de herramientas estocásticas, como la métrica de Valor en Riesgo y escenarios de estrés.

a. Posición de balance en monedas extranjeras

Al cierre de junio 2013 el Gobierno Central muestra una posición al contado de sobreventa equivalente a S/. 18 460 millones, conformado principalmente por dólares estadounidenses, menor en S/. 4 115 millones a la del trimestre anterior. Además se ha incluido el valor presente de los derivados y los intereses que generan las operaciones activas y pasivas con el objetivo de que el análisis tome en cuenta la existencia de desfases temporales entre estas operaciones. De esta forma, al cierre de junio 2013 el Gobierno Central muestra una posición global de sobreventa (pasivos netos) equivalente a S/. 18 639 millones (3,3% del PBI) conformado principalmente por dólares estadounidenses, la cual ha disminuido respecto al cierre del 2012 en S/. 6 888 millones.



Fuente: MEF-DGETP

b. Valor en riesgo cambiario

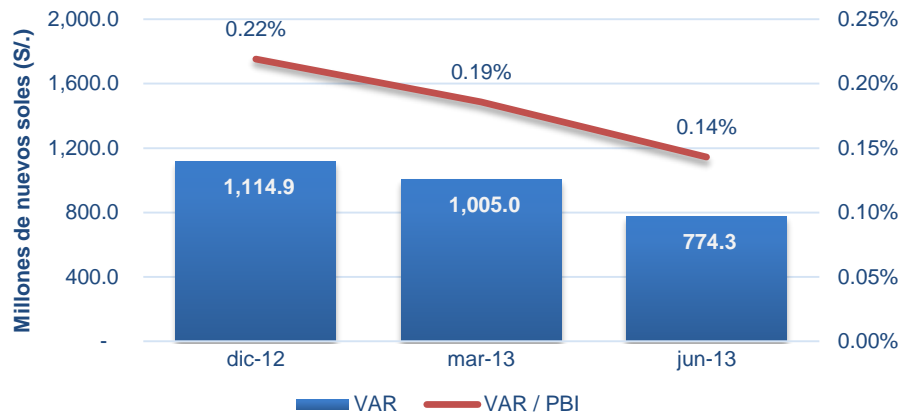
Para la medición y monitoreo del riesgo cambiario se utiliza un modelo de Valor en Riesgo (VaR) que calcula la máxima pérdida esperada a partir de la volatilidad a 90 días de los rendimientos de las monedas que forman parte del balance mediante el método de simulación de Montecarlo; el modelo se calcula en base a una muestra de 10 años y un nivel de confianza del 99%.

De acuerdo al análisis realizado, la máxima pérdida esperada por tipo de cambio medida al cierre de junio 2013 es de S/. 774 millones, equivalente al 0,14% del PBI con una disminución de 0.05% respecto a marzo 2013, siendo el dólar, la moneda que más contribuyó al nivel del VaR dada su

¹³ Tipo de cambio contable extraído de la SBS entre el 28/12/2012 y 27/06/2013.

preponderancia dentro de la posición global. En base al resultado anterior se han establecido lineamientos que prioricen el endeudamiento en moneda nacional en el largo plazo.

Gráfico N° 8
Evolución del VaR cambiario



Fuente: MEF-DGETP

3.4 Riesgo de concentración

El riesgo de concentración tiene múltiples aristas y con diferentes efectos en la gestión de activos y pasivos, se puede medir los descalces de concentración por mercados, por contrapartes, por exposición al riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario, entre otros. El común denominador no sólo es la pérdida de la capacidad para diversificar, sino también la eventual generación de una potencial vulnerabilidad sistémica que finalmente también afecte la solidez de las finanzas públicas o que se incentive algún problema de riesgo moral. La concentración también genera una menor flexibilidad y, sobre todo, una menor capacidad de negociación, tanto para obtener unos mayores rendimientos de los activos por parte de los deudores como para lograr unos menores costos de parte de los acreedores.

Cuadro N° 8
Concentración de activos por deudores

Contraparte	Jun-12		Mar-13		Jun-13	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
Disponible	28 134	52,4%	29 139	53,7%	27 874	46,0%
Banco Central de Reserva Perú	24 723	46,1%	25 616	47,2%	24 030	39,6%
Banco de la Nación	3 411	6,4%	3 500	6,4%	3 818	6,3%
Otros		0,0%	24	0,0%	25	0,0%
Cuentas por cobrar	3 271	6,1%	3 712	6,8%	3 909	6,4%
Entidades públicas no financieras	3 232	6,0%	3 712	6,8%	3 897	6,4%
Entidades de inversión	38	0,1%	-	0,0%	12	0,0%
Fondos Restringidos	22 272	41,5%	21 453	39,5%	28 874	47,6%
Banco Central de Reserva Perú	22 182	41,3%	21 403	39,4%	28 815	47,5%
Banco de la Nación	90	0,2%	50	0,1%	58	0,1%
Total	53 676	100,0%	54 304	100,0%	60 656	100,0%

Fuente: MEF-DGETP

Actualmente se viene realizando el seguimiento de la concentración de deudores en las operaciones activas y el seguimiento de la concentración de acreedores en las operaciones pasivas con el objetivo de ir incrementando la diversificación por todos los factores de riesgo asociados. En tal sentido,

como parte de la estrategia de inversión, es fundamental generar una suficiente y diversificada competencia que permita mantener una atractiva rentabilidad y liquidez. Por ello se realiza un seguimiento de la estructura de deudores del Gobierno Central, con la finalidad de poder realizar los cambios que mejoren la estructura de las inversiones.

Cuadro N° 9
Concentración de pasivos por acreedores

Acreedores	Jun-12		Mar-13		Jun-13	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
Valores en circulación	58 824	66,5%	60 975	69,5%	63 879	72,8%
Tenedores residentes	16 418	18,6%	16 773	19,3%	17 160	19,6%
Tenedores no residentes	42 405	47,9%	44 202	50,4%	46 719	53,3%
Adeudos	29 649	33,5%	28 273	30,5%	23 866	27,2%
Organismos multilaterales	20 291	22,9%	18 170	20,7%	15 638	17,8%
Club de París	6 827	7,7%	5 714	6,5%	5 910	6,7%
Otros organismos	1 539	1,7%	1 681	1,9%	1 666	1,9%
Entidades de inversión	992	1,1%	1 153	1,3%	652	0,7%
Total	88 473	100,0%	87 692	100,0%	87 745	100,0%

Fuente: MEF-DGETP

Asimismo, como parte de la estrategia de endeudamiento, es fundamental para los intereses de la República mantener una adecuada diversificación de las fuentes de financiamiento y contar con acceso permanente a los mercados financieros internacionales. Por ello, se realiza el seguimiento de la estructura de acreedores del Gobierno Central, atento a la necesidad de realizar cambios que fortalezcan la estructura de deuda pública.

4. RENDIMIENTOS Y COSTOS EQUIVALENTES

Tanto el rendimiento como el costo equivalentes que se presentan a continuación han sido calculados como el efectivo en moneda nacional que, respectivamente, obtuvo y desembolsó el Gobierno Central entre junio 2012 y junio 2013 por sus inversiones y sus obligaciones pactadas, tomando en cuenta así, el efecto de la variación del tipo de cambio sobre el rendimiento y el costo de las operaciones en moneda extranjera, así como el de las tasas de interés variables y de los instrumentos indexados.

En el caso de los activos financieros (Cuadro N° 10), el efecto de la corrección del tipo de cambio durante el año 2013, principalmente del dólar estadounidense, ante las expectativas del mercado respecto al fin del estímulo cuantitativo, han generado un incremento del rendimiento de los activos financieros en moneda extranjera expresados en nuevos soles a pesar de que las tasas de interés que percibe el Tesoro aún se mantienen bajas.

Así, el rendimiento equivalente promedio anual del total de activos financieros expresados en nuevos soles a junio 2013 fue de 2,7% incrementándose respecto al del trimestre anterior en que se ubicó en -0,6%.

Cuadro N° 10
Rendimiento de activos financieros

	Mar-13		Jun-13	
	Rendimiento en nuevos soles (%)	Rendimiento en moneda de origen (%)	Rendimiento en nuevos soles (%)	Rendimiento en moneda de origen (%)
Disponible	2,2%		2,7%	
Nuevos soles	2,8%	2,8%	2,6%	2,6%
Dólares	-2,8%	0,1%	4,4%	0,1%
Euros	-9,3%	0,1%	7,4%	0,0%
Cuentas por cobrar	-10,7%		-5,1%	
Nuevos Soles	4,4%	4,4%	3,5%	3,5%
Dólares	-0,8%	2,2%	6,4%	2,1%
Euros	-7,0%	2,3%	10,0%	2,3%
Yenes	-9,8%	1,9%	-10,9%	1,6%
SCP	0,3%	2,9%	6,7%	3,0%
Fondos restringidos	-2,2%		3,7%	
Nuevos soles	2,7%	2,7%	2,5%	2,5%
Dólares	-2,9%	0,1%	4,4%	0,1%
Euros	-9,4%	0,1%	7,4%	0,0%
Total	-0,6%		2,6%	

Fuente: MEF-DGETP

El efecto cambiario también ha tenido un impacto sobre el costo de los pasivos, dado que la mayor parte de la deuda externa se encuentra en dólares estadounidenses. Así, el costo anual equivalente promedio del total de pasivos financieros (Cuadro N° 11) expresados en nuevos soles al cierre de junio 2013 fue de 7,8%, mostrando un incremento respecto al cierre del trimestre anterior en que se ubicó en 3,3%.

El incremento del costo anual de los pasivos es mayor que el incremento del rendimiento de los activos debido a la aún, pero decreciente, mayor dolarización del total de los pasivos respecto del total de los activos, mayor volumen de pasivos respecto de activos y la mayor inelasticidad de las tasas de los activos respecto de la de los pasivos.

Cuadro N° 11
Costo de pasivos financieros

	Mar-13		Jun-13	
	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)
Valores en circulación	6,2%		9,2%	
Bonos Soberanos	7,8%		7,7%	
Soles	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%
Bonos Globales	4,2%		11,8%	
Dólares	4,5%	7,4%	11,6%	7,4%
Euros	-2,0%	7,5%	14,8%	7,5%
Bonos del Tesoro Público	6,1%		7,4%	
Soles	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%
Dólares	5,0%	8,0%	12,3%	8,0%
Bonos Brady	1,1%		8,2%	
Dólares	1,1%	4,0%	8,2%	4,0%
Adeudados	-2,9%		5,2%	

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

Soles	6,3%	6,3%	6,1%	6,1%
Dólares	0,3%	3,2%	9,1%	4,9%
Euros	-6,9%	2,6%	10,2%	2,6%
Yenes	-16,6%	2,1%	-10,7%	2,0%
Otros	-1,0%	1,1%	6,3%	
Total	3,3%		7,8%	

Fuente: MEF-DGETP

En el Cuadro N° 12 se muestra el costo neto equivalente, medido como la diferencia entre el rendimiento promedio y el costo promedio, enfrentado por cada moneda durante el periodo de junio 2012 a junio 2013, en términos de tasa efectiva anual en nuevos soles.

Cuadro N° 12
Costo neto por monedas

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Rendi- miento Mar-13 (%)	Rendi- miento Jun-13 (%)	Costo Mar-13 (%)	Costo Jun-13 (%)	Costo neto Mar-13 (%)	Costo neto Jun-13 (%)
Nuevos so- les	2,8%	2,6%	7,6%	7,5%	4,8%	4,9%
Dólares	-2,7%	4,5%	2,6%	10,6%	5,3%	6,1%
Euros	-8,4%	8,8%	-4,8%	12,1%	3,6%	3,3%
Yenes	-9,8%	-10,9%	-16,6%	-10,7%	-6,8%	0,2%
Otros			-1,0%	6,3%	-1,0%	6,3%
Total	-0,6%	2,6%	3,3%	7,8%	3,9%	5,2%

Fuente: MEF-DGETP