



Ministerio de Economía y Finanzas del Perú
Vice Ministerio de Hacienda

Reporte de Activos y Pasivos

Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público

Junio 2014



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 y la formulación de un comité técnico de apoyo.

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. Asimismo, en abril de 2013 se aprobó la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016, conteniendo los lineamientos de política, metas y objetivo a ser observado.

En dicho contexto, en diciembre de 2013 se creó el Comité de Gestión de Activos y Pasivos con el objetivo de favorecer la oportuna toma de decisiones de inversión y endeudamiento, con la finalidad de realizar una gestión más eficiente de los recursos del Tesoro Público el cual se reunirá formalmente por primera vez en julio 2014.

Por tanto, el presente informe tiene como objetivo realizar el seguimiento y evaluación al cierre de junio del 2014 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 2014

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 2014, el total de activos financieros³ del Gobierno Central alcanzó los S/. 66 111 millones, de los que S/. 33 873 millones correspondieron a activos en moneda nacional y S/. 32 238 millones en moneda extranjera compuestos principalmente por fondos de Recursos Ordinarios (RO) y por el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF), respectivamente⁴.

Cuadro Nº 1
Posición en Activos Financieros

	Saldo Jun 2013 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Mar 2014 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Jun 2014 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
<u>POR DISPONIBILIDAD</u>							
Disponible	27 874	46,0%	28 303	46,5%	31 937	48,3%	12,8%
Depósitos Vista	15 397	25,4%	9 556	15,7%	11 259	17,0%	17,8%
Depósitos a plazo	12 476	20,6%	18 747	30,8%	20 678	31,3%	10,3%
Cuentas por cobrar	3 909	6,4%	3 499	5,8%	3 532	5,3%	0,9%
Trasposos	3 897	6,4%	3 475	5,8%	3 513	5,3%	1,1%
Derivados	12	0,0%	24	0,0%	19	0,0%	-23,0%
Fondos restringidos	28 874	47,6%	29 043	47,7%	30 642	46,4%	5,5%
Depósitos vista	8 913	14,7%	4 902	8,1%	5 063	7,7%	3,3%
Depósitos a plazo	19 960	32,9%	24 141	39,7%	25 579	38,7%	6,0%
TOTAL	60 656	100,0%	60 846	100,0%	66 111	100,0%	8,7%

Fuente: MEF-DGETP.

Durante los últimos 12 meses se apreció una tendencia creciente en el saldo total de activos financieros, mostrando una variación anual de +9,0% equivalente a S/. 5 454 millones. El incremento anual se explica principalmente por dos factores:(1) la aplicación de la regla fiscal para el año 2014 que establece que el Resultado Económico del Sector Público No Financiero (SPNF) no podrá ser deficitario, permitiendo que el Tesoro acumule un nivel importante de ahorro en moneda nacional que se ve reflejado en la cuenta disponible y (2) las variaciones en el tipo de cambio sol contra el dólar que durante el periodo de jun-13 a jun-14, subió 0,5% dicho cambio impactó en el valor del FEF que, representa el 83,5% de la cuenta fondos restringidos y se compone únicamente por depósitos en dólares estadounidenses.

Actualmente la mayor parte de los fondos se encuentran depositados en cuentas a la vista y cuentas a plazo (Cuadro Nº 1).

2.2 Pasivos financieros (deuda bruta)

Al cierre de junio 2014 el total de pasivos financieros⁵ del Gobierno Central alcanzó un monto equivalente a S/. 90 553 millones, mayor en 3,2% al registrado en junio 2013. Por jurisdicción, la deuda externa representa el 53,4% del total, mostrando una disminución respecto a junio 2013 cuando la deuda externa representó el 55,5%, mientras que, por su instrumento de origen, el 73,5% corresponde a valores en circulación en los mercados incrementándose respecto a junio del 2013 en el que se ubicó en 72,8%.

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 2013. 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 Los fondos de Recursos Ordinarios (RO) representan el 69% del total del saldo de la cuenta Disponible y el Fondo de Estabilización Fiscal equivale al 83,5% del total de fondos restringidos al cierre de junio 2014.

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.

Cabe resaltar que en el tercer trimestre del año 2013 se dio inicio al cumplimiento del Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro con una emisión intersemanal de letras del tesoro y de bonos nominales y reales (indexados a la inflación), este primer Programa ha culminado en el segundo trimestre del 2014 iniciándose a partir del tercer trimestre del 2014, el segundo Programa Anual. Su objetivo principal es brindar una señal periódica de los puntos de referencia de la curva soberana a los participantes del mercado. Desde el inicio del Programa se ha colocado un total de S/. 657 millones en letras del tesoro y S/. 2 048 millones de bonos soberanos. Dado que los montos totales emitidos son aún pequeños, porque su objetivo principal es el desarrollo de mercado interno, estas subastas ordinarias tienen una contribución reducida sobre cambios en la estructura de fondeo del Gobierno Central.

Por ello, complementariamente a las subastas ordinarias, se tienen previstas subastas especiales diseñadas para que el Tesoro se financie cuando las condiciones de mercado sean favorables y para cambiar la estructura de fondeo de la República.

Cuadro Nº 2
Posición en Pasivos Financieros

	Saldo Jun 13 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Mar 14 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Jun 14 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
<u>POR ORIGEN</u>							
Valores en circulación	63 879	72,8%	65 273	73,3%	66 575	73,5%	2,0%
Letras del Tesoro			354	0,4%	412	0,5%	16,5%
Bonos globales	26 294	30,0%	26 591	29,9%	26 469	29,2%	-0,5%
Bonos soberanos	35 481	40,4%	36 220	40,7%	37 554	41,5%	3,7%
Otros bonos	2 104	2,4%	2 109	2,4%	2 139	2,4%	1,4%
Adeudados	23 214	26,5%	23 418	26,3%	23 525	26,0%	0,5%
Multilaterales	15 638	17,8%	15 655	17,6%	15 757	17,4%	0,7%
Club de Paris	5 910	6,7%	5 547	6,2%	5 415	6,0%	-2,4%
Otros	1 666	1,9%	2 215	2,5%	2 353	2,6%	6,2%
Cuentas por pagar	652	0,7%	391	0,4%	453	0,5%	15,9%
TOTAL	87 745	100%	89 082	100%	90 553	100%	1,7%

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 2014 se vio parcialmente mitigado por el ahorro acumulado (activos financieros) a la misma fecha, brecha que determina la deuda neta y la exposición al riesgo estructural de balance.

En ese sentido, la deuda neta representa alrededor del 27,0% del saldo de la deuda bruta que el año anterior representaba el 30,9%. La deuda neta al cierre de junio 2014 era equivalente al 4,2% del PBI (Cuadro Nº 3) mostrando una disminución de 0,8% respecto al año anterior y rompiendo la tendencia alcista observada en el tercer y cuarto trimestre del 2013. Esto se debe al mayor ritmo de crecimiento de los activos cuyo incremento trimestral fue de S/. 5 265 millones (liderado por los depósitos a plazo en moneda nacional) que el de los pasivos cuyo incremento fue de S/. 1 470 millones⁶.

⁶ En el indicador Deuda neta respecto al PBI, el PBI utilizado es tomado del MMM. Para el año 2013 fue de S/. 541 millones y el proyectado al 2014 es de S/. 585 millones.

**Cuadro N° 3**
Deuda Neta del Gobierno Central

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
	jun-13 (MM S./.)	jun-14 (MM S./.)	jun-13 (MM S./.)	jun-14 (MM S./.)	jun-13 (MM S./.)	jun-14 (MM S./.)
Nuevos soles	31 388	33 873	39 365	42 584	7 978	8 711
Dólares	26 661	29 806	41 135	41 339	14 474	11 534
Euros	270	269	2 965	2 874	2 695	2 606
Yenes	2 323	2 164	4 106	3 649	1 783	1 486
Otros	15	0	174	106	159	106
Total	60 656	66 111	87 745	90 553	27 089	24 442
Posición / PBI*	11,1%	11,3%	16,0%	15,5%	5,0%	4,2%

Fuente: MEF-DGETP

* PBI observado al cierre del 2013 (MMM) y proyectado al cierre del 2014 (MMM)

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 descálces de tasas de interés, descálces de monedas o descálces 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 prevalecientes 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)⁸, 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 descálce acumulado total⁹, es positivo hasta la banda temporal de 3 años con un total de S/. 4,4 millones mientras que el año anterior se ubicaba en la misma banda con un nivel de S/. 0,7 millones. Esto 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 2014¹⁰.

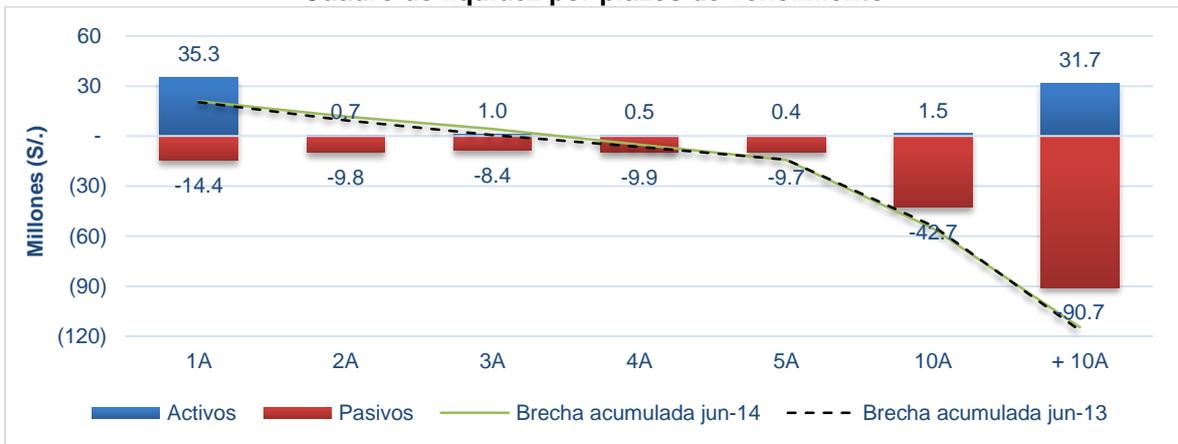
⁷ En la métrica se han incluido los saldos de activos y pasivos y los flujos de intereses futuros por cobrar y pagar bajo un criterio conservador.

⁸ Medida recomendada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para el seguimiento y control del riesgo de liquidez en las entidades financieras al que se le ha realizado un ajuste para que se incluyan los flujos salientes en 90 días y no solamente de 30 días.

⁹ Activos y pasivos en moneda nacional y moneda extranjera.

¹⁰ 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.

Gráfico N° 1
Cuadro de liquidez por plazos de vencimiento

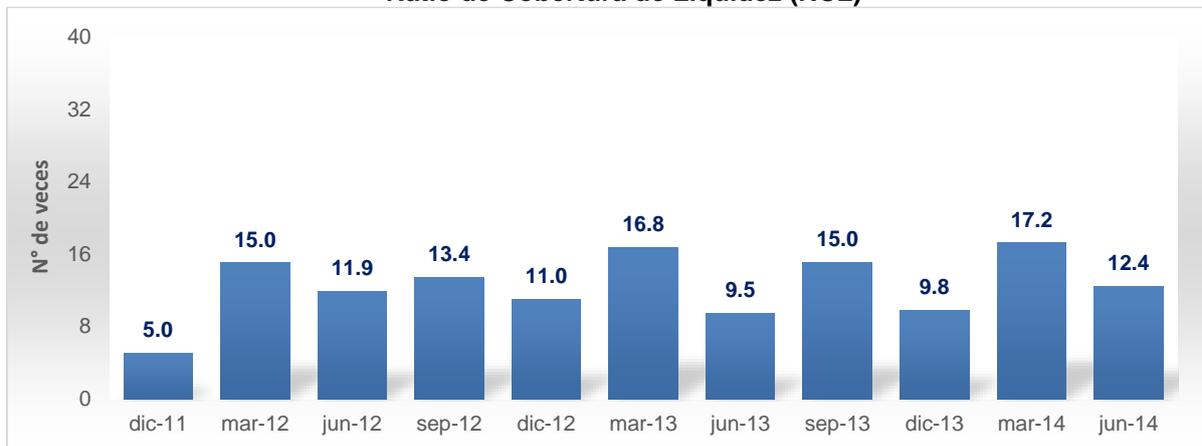


Fuente: MEF-DGETP

b. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)¹¹

El RCL al cierre de junio 2014 es mayor a 1, con un valor de 12,4 mostrando un incremento respecto a junio 2013, cuando cerró en 9,5. Esta variación refleja el mayor nivel de activos líquidos que mantiene el Tesoro respecto a junio 2013 en el corto plazo en moneda nacional equivalente a un aumento de S/3 087 millones y la disminución de los pasivos de corto plazo equivalente a S/ -395 millones. El 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.

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.

¹¹ El ratio tiene como numerador los fondos disponibles de alta calidad y como denominador los flujos salientes en el muy corto plazo (hasta 90 días), se considera que se cuenta con una liquidez suficiente cuando el indicador es mayor igual a 1.

**Cuadro N° 4**
Duración de los Activos Financieros

	Saldo Jun 2013 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo Mar 2014 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo Jun 2014 (MM S./.)	Duración (años)
<u>POR DISPONIBILIDAD</u>						
Disponible	27 874	0,1	28 343	0,2	31 937	0,2
Depósitos Vista	15 397	0,0	9 556	0,0	11 259	0,0
Depósitos a plazo	12 476	0,3	18 747	0,4	20 678	0,4
Cuentas por cobrar	3 909	4,8	3 499	4,9	3 532	4,9
Traspasos	3 897	4,8	3 475	4,9	3 513	4,9
Derivados	12		24		19	
Fondos restringidos	28 874	0,4	29 043	0,3	30 642	0,3
Depósitos vista	8 913	0,0	4 902	0,0	5 063	0,0
Depósitos a plazo	19 960	0,6	24 141	0,4	25 579	0,4
<u>TOTAL</u>	<u>60 656</u>	<u>0,6</u>	<u>60 846</u>	<u>0,5</u>	<u>66 111</u>	<u>0,5</u>

Fuente: MEF-DGETP

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 duraciones¹². La duración de los activos se mantiene menor a 1 año (Cuadro N° 4). Por otro lado, la duración de los pasivos ha mostrado una disminución equivalente a 0,24 años entre junio 2013 y junio 2014.

Cuadro N° 5
Duración de los Pasivos Financieros

	Saldo Jun 2013 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo Mar 2014 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo Jun 2014 (MM S./.)	Duración (años)
<u>POR ORIGEN</u>						
Val. circulación	63 879	8,01	65 273	7,65	66 575	7,86
Letras del Tesoro			354	0,43	412	0,39
B. globales	26 294	8,25	26 591	7,90	26 469	8,33
B. soberanos	35 481	7,86	36 220	7,66	37 554	7,67
Otros bonos	2 104	6,63	2 109	5,57	2 139	6,66
Adeudados	23 214	5,04	23 418	4,77	23 525	4,88
Multilaterales	15 638	5,36	15 655	5,00	15 757	5,15
Club de Paris	5 910	4,91	5 547	4,75	5 415	4,88
Otros	1 666	2,55	2 215	3,10	2 353	2,96
Ctas x pagar	652		391		453	
<u>TOTAL</u>	<u>87 745</u>	<u>7,32</u>	<u>89 082</u>	<u>6,89</u>	<u>90 553</u>	<u>7,08</u>

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.

¹² Equivalen al plazo promedio de reembolso del principal e intereses en términos de valor presente.

a. Ganancia en riesgo (GER)

El indicador de Ganancia en Riesgo medido al cierre de junio 2014 muestra que, ante la variación estándar de tasa de interés utilizada (+200 pb), se generaría un impacto en el margen financiero del Gobierno Central (Ganancia en Riesgo) de S/. 690 millones equivalente al 0,62% de los Ingresos del Gobierno Central o al 0,12% del PBI¹³. El indicador GER de junio 2013 fue de S/. 667 millones.

Durante el tercer trimestre del año 2013 se produjo una disminución en la tasa de referencia del BCRP en 25 puntos básicos, manteniéndose en 4.0% en el segundo trimestre del 2014, este comportamiento podría continuar si las condiciones económicas que afronte el Perú así lo ameritan. Esto junto con la brecha positiva que indica que se tiene un exceso neto de activos que repreciarán en el corto plazo, implican la posibilidad de que se continúe produciendo un impacto negativo, derivado de un movimiento de tasas de interés adverso.

Gráfico N° 3
Ganancia en Riesgo (GeR)



Fuente: MEF-DGETP

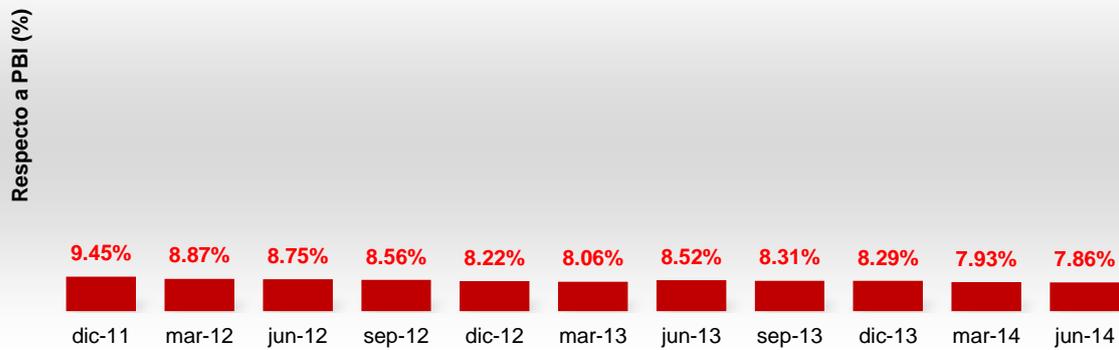
b. Valor patrimonial en riesgo (VPR)

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 2014, ante una variación negativa de 200 puntos básicos en la curva de tasas de interés (escenario de riesgo), se obtuvo un indicador de VPR de S/. 46 104 millones, equivalente a 7,86% del PBI, menor al resultado del indicador de junio 2013 de 8,52%. De acuerdo a la estructura de balance del Gobierno Central, éste estaría expuesto a una disminución en el nivel de las tasas de interés. Sin embargo, a partir del primer trimestre del 2014 se observa que los rendimientos de los instrumentos de economías emergentes han comenzado a subir y se espera que se mantenga la tendencia una vez que las principales potencias comiencen a cambiar sus políticas monetarias expansivas.

¹³ Los ingresos y el PBI utilizados son los proyectados al cierre del 2014 de acuerdo al MMM 2015 – 2017.

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 2013 (%)	Participación Mar 2014 (%)	Participación Jun 2014 (%)
Activos	S/. 60 656 MM	S/. 60 846 MM	S/. 66 111 MM
Disponibles	46,0%	46,5%	48,3%
Nuevos Soles	43,7%	42,1%	44,5%
Dólares	2,2%	4,4%	3,8%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por Cobrar	6,4%	5,8%	5,3%
Traspasos	6,4%	5,7%	5,3%
Nuevos Soles	0,7%	0,4%	0,4%
Dólares	1,5%	1,4%	1,3%
Euros	0,4%	0,4%	0,4%
Yenes	3,8%	3,5%	3,3%
Otros	0,0%	0,0%	0,0%
Derivados (*)	0,0%	0,0%	0,0%
Dólares	0,0%	0,0%	0,0%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Yenes	0,0%	0,0%	0,0%
Fondos Restringidos	47,6%	47,7%	46,4%
Nuevos Soles	7,4%	6,4%	6,3%
Dólares	40,2%	41,3%	40,0%
Euros	0,0%	0,1%	0,05
Total	100,0%	100,0%	100,0%

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

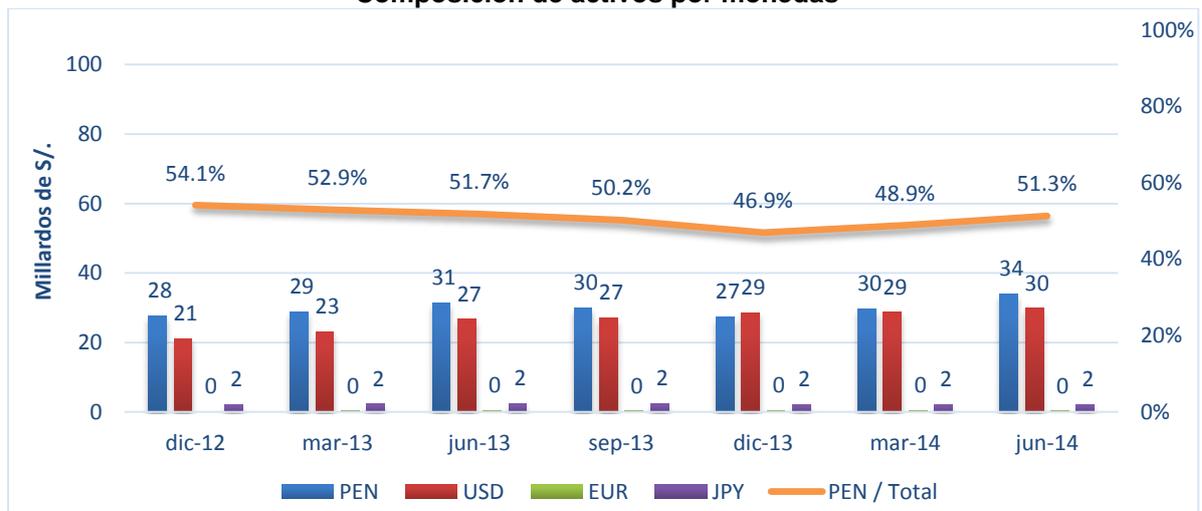
Cuadro N° 7
Posición de los Pasivos Financieros por Monedas

	Participación Jun-13 (%)	Participación Mar-14 (%)	Participación Jun-14 (%)
Pasivos	S/. 87 745 MM	S/. 89 082 MM	S/. 90 553 MM
Valores en circulación	72,8%	73,3%	73,5%
Nuevos soles	42,2%	42,8%	43,7%
Dólares	29,3%	29,1%	28,5%
Euros	1,2%	1,3%	1,3%
Adeudados	26,5%	26,3%	26,0%
Nuevos soles	2,6%	3,2%	3,3%
Dólares	17,3%	17,1%	16,9%
Euros	1,7%	1,7%	1,6%
Yenes	4,7%	4,2%	4,0%
Otros	0,2%	0,1%	0,1%
Derivados (*)	0,7%	0,4%	0,5%
Dólares	0,3%	0,2%	0,2%
Euros	0,4%	0,2%	0,3%
Yenes	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

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

Al cierre de junio 2014, la participación de los activos en soles fue de 51,3%, por encima de la participación de los activos en dólares que fue de 45,1%. A partir del segundo trimestre del 2013, la participación de la moneda nacional respecto del total comenzó a disminuir ante el crecimiento de los activos en moneda extranjera expresados en moneda nacional por la depreciación cambiaria y aumento de saldos; esta tendencia se ha revertido desde el primer trimestre del 2014.

Gráfico N° 5
Composición de activos por monedas

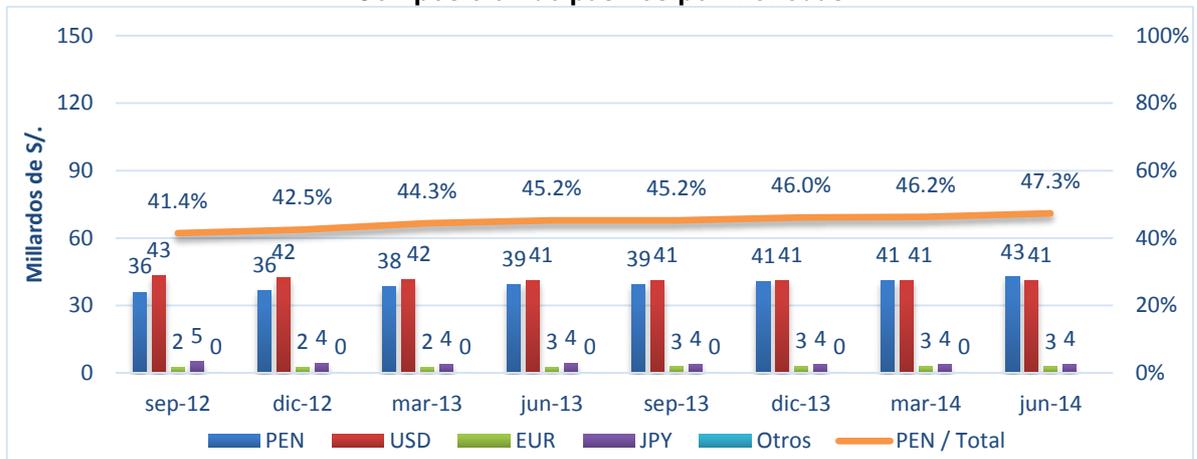


Fuente: MEF-DGETP

Por otro lado, la estructura de pasivos por monedas tiene como principal componente al nuevo sol con una participación de 47,3%, superior a la participación del dólar estadounidense, que se situó en 45,7%. La participación del dólar estadounidense ha venido disminuyendo durante los últimos 12 meses (su participación al cierre de junio 2013 fue de 46,9%), cediéndole espacio a los pasivos en

nuevos soles. Esta caída está alineada con las nuevas políticas de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos.

Gráfico N° 6
Composición de pasivos por monedas



Fuente: MEF-DGETP

Incluyendo las operaciones de derivados realizadas hasta antes de 2011, la participación del nuevo sol en la estructura de los pasivos se incrementa a 51,6%, y la participación del dólar estadounidense se reduce a 44,2%, aunque el costo en que ha incurrido la República por tomar dichos derivados ha sido alto respecto de haber dejado la posición descubierta o de poder sustituirla con emisión de deuda en soles.

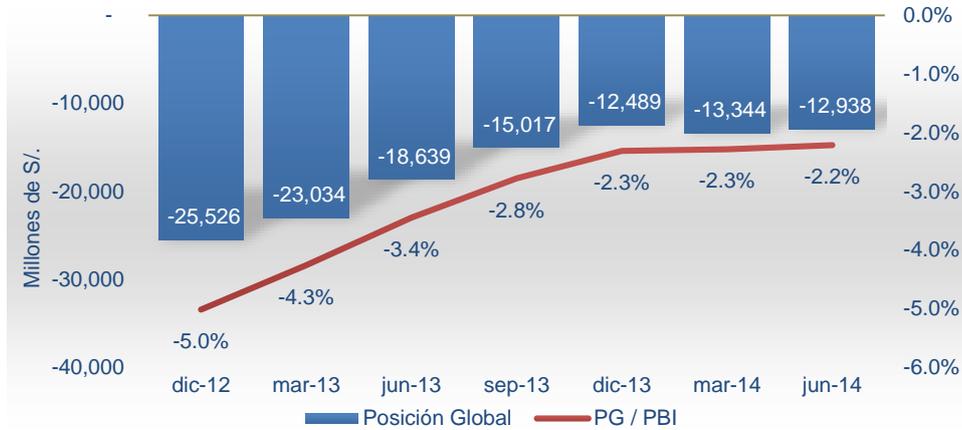
Durante el primer y segundo trimestre del 2014, la turbulencia en economías emergentes ante los anuncios realizados por la Reserva Federal de Estados Unidos generó presión sobre tipo de cambio. Esta situación depreció fuertemente las monedas de economías emergentes, si bien el nuevo sol peruano fue una de las monedas menos perjudicadas de la región, por las intervenciones realizadas por el BCRP, también se vio afectada. En los últimos 12 meses el tipo de cambio del dólar subió en 0.5%¹⁴.

En ese contexto, 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 los escenarios de estrés.

a. Posición de balance en monedas extranjeras

A junio 2014, el Gobierno Central muestra una posición al contado de sobreventa equivalente a S/. 15 296 millones, conformado principalmente por dólares estadounidenses, la posición al contado es menor en S/. 3 160 millones respecto a la del cierre de junio 2013. 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, a junio 2014, el Gobierno Central muestra una posición global de sobreventa (pasivos netos) equivalente a S/. 12 938 millones (2,2% del PBI) conformado principalmente por dólares estadounidenses, la cual ha disminuido respecto al junio 2013 en S/. 5 144 millones.

¹⁴ Tipo de cambio venta extraído de la SBS.

**Gráfico N° 7
Posición de cambio**


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 2014 es de S/. 679 millones, equivalente al 0,12% del PBI con un nivel similar al del año anterior, siendo el dólar la moneda que más contribuyó al nivel del VaR dada su preponderancia dentro de la posición global. Sobre la base del resultado anterior, se han establecido lineamientos de política 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-13		Mar-14		Jun-14	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
<u>POR DISPONIBILIDAD</u>						
Disponible	27 874	46,0%	29 392	47,5%	31 937	48,3%
Banco Central de Reserva Perú	24 030	39,6%	24 668	40,7%	29 099	44,0%
Banco de la Nación	3 818	6,3%	3 622	6,6%	2 825	4,3%
Otros	25	0,0%	13	0,2%	13	0,0%
Cuentas por cobrar	3 909	6,4%	3 499	5,6%	3 532	5,3%
Entidades públicas no financieras	3 897	6,4%	3 475	5,6%	3 513	5,3%
Entidades de inversión	12	0,0%	24	0,0%	19	0,0%
Fondos Restringidos	28 874	47,6%	29 043	46,9%	30 642	46,4%
Banco Central de Reserva Perú	28 815	47,5%	28 942	46,7%	30 575	46,2%
Banco de la Nación	58	0,1%	101	0,2%	67	0,1%
Total	60 656	100,0%	60 846	100,0%	66 111	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-13		Mar-14		Jun-14	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
<u>POR ORIGEN</u>						
Valores en circulación	63 879	72,8%	65 273	73,3%	66 575	73,3%
Tenedores residentes	17 160	19,6%	19 738	22,2%	23 886	22,2%
Tenedores no residentes	46719	53,2%	45 534	51,1%	42 689	51,1%
Adeudos	23 820	27,2%	23 809	26,7%	23 978	26,7%
Organismos multilaterales	15 638	17,8%	15 655	17,6%	15 757	17,6%
Club de París	5 910	6,7%	5 547	6,2%	5 415	6,2%
Otros organismos	1 666	1,9%	2 215	2,5%	2 353	2,5%
Entidades de inversión	652	0,7%	391	0,4%	453	0,4%
Total	87 745	100,0%	89 082	100,0%	90 553	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 2013 y junio 2014 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 del tipo de cambio, principalmente del dólar estadounidense, ante las expectativas del mercado respecto al estímulo cuantitativo, generan un alto nivel de volatilidad en el rendimiento de los activos financieros en moneda extranjera expresados en nuevos soles, a pesar de que las tasas de interés específicas que percibe el Tesoro aún se mantienen muy bajas.

Así, el rendimiento equivalente promedio anual del total de activos financieros expresados en nuevos soles a junio 2014 fue de 1,5% disminuyendo respecto al del trimestre anterior en que se ubicó en 5,1%.

Cuadro N° 10
Rendimiento de activos financieros

	Jun-13		Mar-14		Jun-14	
	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)
<u>POR DISPONIBILIDAD</u>						
Disponible	2,7%		2,9%		2,3%	
Nuevos soles	2,6%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Dólares	4,4%	0,1%	8,2%	0,0%	0,5%	0,0%
Euros	7,4%	0,0%	9,6%	0,0%	0,7%	0,0%
Cuentas por cobrar	-5,1%		5,3%		0,3%	
Nuevos Soles	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%
Dólares	6,4%	2,1%	10,6%	2,2%	2,9%	2,1%
Euros	10,0%	2,3%	17,2%	2,0%	7,2%	1,9%
Yenes	-10,9%	1,6%	1,9%	1,6%	-1,7%	1,7%
Fondos restringidos	3,7%		7,3%		1,0%	
Nuevos soles	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%
Dólares	4,4%	0,1%	8,4%	0,2%	0,7%	0,2%
Euros	7,4%	0,0%	9,6%	0,0%	0,7%	0,0%
Total	2,6%		5,1%		1,5%	

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 equivalente promedio anual del total de pasivos financieros (Cuadro N° 11) expresados en nuevos soles al cierre de junio 2014 fue de 6,4%, mostrando una disminución respecto al cierre del año anterior en que se ubicó en 11,0%.

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

	Jun-13		Mar-14		Jun-14	
	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)
POR ORIGEN						
Valores en circulación	9,2%		11,2%		8,0%	
Letras del Tesoro			4,1%		4,0%	
Soles			4,1%		4,0%	
Bonos Soberanos	7,7%		7,7%		8,1%	
Soles	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Bonos Globales	11,8%		16,0%		8,1%	
Dólares	11,6%	7,4%	15,7%	7,4%	7,9%	7,4%
Euros	14,8%	7,5%	22,5%	7,5%	12,7%	7,5%
Bonos del Tesoro Público	7,4%		8,0%		6,7%	
Soles	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Dólares	12,3%	8,0%	16,3%	8,0%	8,5%	8,0%
Bonos Brady	8,2%		12,3%		4,5%	
Dólares	8,2%	4,0%	12,3%	4,1%	4,5%	4,1%
Adeudados	5,2%		10,2%		2,3%	
Soles	6,1%	6,1%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Dólares	9,1%	4,9%	12,1%	3,8%	2,1%	1,6%
Euros	10,2%	2,6%	17,5%	2,4%	7,6%	2,4%
Yenes	-10,7%	2,0%	2,3%	2,0%	-1,2%	2,0%
Otros	6,3%		11,3%		3,7%	
Total	7,8%		11,0%		6,4%	

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 2013 a junio 2014, en términos de tasa efectiva anual en nuevos soles.

Cuadro N° 12
Costo neto por monedas

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Rendimiento Jun13 (%)	Rendimiento Jun14 (%)	Costo Jun13 (%)	Costo Jun14 (%)	Costo neto Jun13 (%)	Costo neto Jun14 (%)
Nuevos soles	2,59%	2,41%	7,54%	7,56%	4,95%	5,16%
Dólares	4,49%	2,87%	10,59%	5,76%	6,10%	2,89%
Euros	8,80%	6,30%	12,09%	9,79%	3,29%	3,49%
Yenes	-10,88%	-1,66%	-10,68%	-1,20%	0,20%	0,46%
Otros			6,32%	3,74%	6,32%	3,74%
Total	2,59%	1,53%	7,77%	6,36%	5,18%	4,83%

Fuente: MEF-DGETP