



Ministerio de Economía y Finanzas del Perú
Vice Ministerio de Hacienda

Reporte de Activos y Pasivos

Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público

Junio 2016



PRESENTACIÓN

El Reporte de Activos y Pasivos presenta los últimos indicadores acerca de la gestión de las operaciones de pasivos financieros que conforman la deuda pública y los activos financieros 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 y sus instrumentos derivados.

1. ANTECEDENTES

En el marco del Programa de Mejoramiento Continuo de la Gestión de las Finanzas Públicas (PMC) 2011-2015 aprobado en enero de 2011, la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público (DGETP) viene realizando el seguimiento de la gestión de los activos y pasivos financieros del Gobierno Central, actividad que está contemplada dentro de sus objetivos estratégicos establecidos en el PEI 2012-2016 relacionados con 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 julio de 2016 se aprobó la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2016-2019 (EGGAP) conteniendo acciones estratégicas adicionales a las aprobadas en 2013, 2014 y 2015 en armonía con los principios, los lineamientos de política financiera, las metas y el objetivo a ser observados por la Hacienda Pública.

Por tanto, el presente informe tiene como objetivo informar sobre el desempeño de la de la gestión global de activos y pasivos y el riesgo estructural de balance asociado al cierre de junio de 2016.

2. LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL AL CIERRE DE JUNIO DE 2016

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 las entidades encargadas de la provisión de salud ni de las pensiones contributivas (EsSalud y 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 que conforman unidades institucionales distintas como las universidades, beneficencias, organismos supervisores u otras unidades autónomas que, juntos conforman el Gobierno Central y las otras entidades o unidades institucionales que pertenecen a este nivel de gobierno, conforman el Sector Gobierno Central

² No se incluye ningún activo (como los ahorros manejados en el FCR) o pasivo (como los pasivos previsionales 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 2016, el total de activos financieros³ del Gobierno Central alcanzó los S/ 87 625 millones, de los cuales S/ 38 046 millones correspondieron a activos en moneda nacional y S/ 49 579 millones en moneda extranjera. Cabe indicar que del total de activos el 59,9% corresponde a Disponible (depósitos a plazo y a la vista) mientras que el 33,6% restante corresponde a Fondos Restringidos (dentro de los cuales están los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal).

Cuadro N° 1
Posición en activos financieros

	Saldo jun-15 (MM S/.)	Part (%)	Saldo mar-16 (MM S/.)	Part (%)	Saldo jun-16 (MM S/.)	Part (%)	Variación trimestral (%)	Variación anual (%)
Por disponibilidad								
Disponible	34 480	46,8%	45 210	54,8%	52 444	59,9%	16,0%	52,1%
Depósitos Vista	17 531	23,8%	22 033	26,7%	14 852	16,9%	-32,6%	-15,3%
Depósitos a plazo	16 949	23,0%	23 178	28,1%	37 592	42,9%	62,2%	121,8%
Cuentas por cobrar	3 398	4,6%	5 624	6,8%	5 747	6,6%	2,2%	69,1%
Traspasos	3 349	4,5%	5 531	6,7%	5 657	6,5%	2,3%	68,9%
Derivados	49	0,1%	93	0,1%	90	0,1%	-3,0%	83,3%
Fondos restringidos	35 789	48,6%	31 626	38,4%	29 434	33,6%	-6,9%	-17,8%
Depósitos vista	6 669	9,1%	5 891	7,1%	3 109	3,5%	-47,2%	-53,4%
Depósitos a plazo	29 120	39,5%	25 735	31,2%	26 325	30,0%	2,3%	-9,6%
TOTAL	73 667	100,0%	82 461	100,0%	87 625	100,0%	6,3%	18,9%

Fuente: MEF-DGETP.

De junio 2015 a junio 2016 el saldo total de activos financieros se incrementó en 18,9%⁴ equivalente a S/ 13 958 millones. Cabe indicar que el crecimiento de los activos financieros se vio favorecido por el resultado económico positivo del GC registrado en el primer semestre del año⁵. El incremento de activos se dio particularmente en los depósitos a plazo fijo disponibles como consecuencia de los prefinanciamientos efectuados y las variaciones en el tipo de cambio del dólar, que durante el periodo de jun-15 a jun-16 subió 4%. El incremento de activos se favoreció también de los recursos provenientes de las mayores emisiones locales de títulos del Tesoro (en el segundo trimestre del año se captó recursos por S/ 2 998 millones por la colocación de letras y bonos).

2.2 Pasivos financieros (deuda bruta)

Al 30 de junio de 2016 el total de pasivos financieros⁶ del Gobierno Central alcanzó un monto equivalente a S/ 129 213 millones, mayor en 22,4% al registrado en junio de 2015⁷ y +0,3% respecto al trimestre anterior. La estructura de pasivos por instrumento de origen, muestra un crecimiento de

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 conjunta. 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 Del cual 10,8% se explica principalmente por la variación de los activos financieros en dólares favorecidos por la depreciación del tipo de cambio en el periodo junio de 2015 a junio de 2016

⁵ Según la Nota Semanal N°31-2016, Cuadro Estadístico N° 106A del BCRP, en el primer semestre del año el resultado económico del GC ascendió a S/ 436,8 millones.

⁶ 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.

⁷ Del cual 5,9% es aportado por la variación de los pasivos en dólares y 7,7% a la variación de pasivos en euros, influenciados a su vez por la depreciación de la moneda local frente al dólar y al euro en el periodo.



los valores en circulación, que a junio de 2016 representan 75,5% de la deuda del Gobierno Central, dentro de los cuales los bonos soberanos y letras del Tesoro tienen la mayor representatividad.

Durante los últimos 12 meses se observa un incremento en el saldo total de valores en circulación de 24,7%, mientras que los adeudados se incrementaron en 16,2%. Así, al cierre de junio de 2016, el saldo de bonos soberanos y letras del Tesoro se incrementó en S/ 7 759 millones respecto a lo observado en junio de 2015; mientras que el saldo de bonos globales se incrementó en S/ 12 114 millones producto de la emisiones internacionales realizadas en agosto y octubre de 2015 y febrero de 2016, además por el efecto de la depreciación del tipo de cambio registrada en el periodo.

Por su parte, la estructura de la deuda por moneda muestra un crecimiento de la deuda en moneda nacional producto de las emisiones de bonos y letras en el marco de la EGGAP. Mientras que la deuda en moneda extranjera también se incrementó como resultado de las emisiones internacionales realizadas a lo largo del año 2015 y en el primer trimestre del presente año⁸ y por la depreciación de la moneda local frente a las monedas en las cuales el Tesoro mantiene obligaciones.

Por jurisdicción, la deuda interna representó el 48% del total, (46,4% a marzo de 2016) mostrando una reducción relativa respecto a lo registrado en junio de 2015 cuando la deuda interna representó el 50,6%, producto de la mayor deuda externa generada por las operaciones de prefinanciamiento efectuadas.

Cuadro N° 2
Posición en pasivos financieros

	Saldo jun - 15 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo mar - 16 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo jun - 16 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)	Variación anual (%)
Por origen								
Valores en circulación	78 245	74,1%	97 130	75,4%	97 557	75,5%	0,4%	24,7%
Letras del Tesoro	602	0,6%	1 390	1,1%	1 807	1,4%	30,0%	200,0%
Bonos globales	28 595	27,1%	42 273	32,8%	40 709	31,5%	-3,7%	42,4%
Bonos soberanos	47 085	44,6%	51 917	40,3%	53 639	41,5%	3,3%	13,9%
Otros bonos	1 963	1,9%	1 550	1,2%	1 402	1,1%	-9,5%	-28,6%
Adeudados	27 239	25,8%	31 634	24,6%	31 645	24,5%	0,0%	16,2%
Multilaterales	18 351	17,4%	21 168	16,4%	20 901	16,2%	-1,3%	13,9%
Club de París	4 874	4,6%	5 332	4,1%	5 355	4,1%	0,4%	9,9%
Otros	4 013	3,8%	5 133	4,0%	5 389	4,2%	5,0%	34,3%
Cuentas por pagar	59	0,1%	14	0,0%	11	0,0%	-25,8%	-82,0%
TOTAL	105 543	100%	128 778	100%	129 213	100%	0,3%	22,4%

Fuente: MEF-DGETP

2.3 Deuda pública neta

El nivel de la deuda bruta (pasivos financieros) del Gobierno Central que se alcanzó a junio de 2016 se vio parcialmente mitigado por el nivel de ahorro bruto acumulado (activos financieros) a la misma fecha, cuya brecha determina el nivel de deuda neta y la exposición al riesgo estructural de balance de la República.

De esta manera, al cierre de junio de 2016 la deuda neta representó el 6,6% del PBI, superior al nivel registrado en junio de 2015 (5,2%); sin embargo, fue menor respecto al resultado del trimestre previo (7,4%) debido al incremento de activos financieros registrado en el periodo. Por otro lado, en relación a los ingresos públicos del GC, a junio de 2016 la deuda neta representó el 41,2% (45,8%

⁸ En agosto de 2015 se emitió el bono 2027 por US\$ 1 250 millones, en octubre de 2015 el bono 2026 por € 1 100 millones y en febrero de 2016 el bono 2030 por € 1 000 millones.



a marzo de 2016), superando lo alcanzado en junio de 2015 (30,2%), debido al mayor nivel de deuda neta y a la reducción de los ingresos corrientes anualizados del GC (-4,2%).

Cuadro N° 3
Deuda neta del Gobierno Central

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16
	(MM S/.)	(MM S/.)	(MM S/.)	(MM S/.)	(MM S/.)	(MM S/.)
Soles	32 307	38 046	53 724	62 728	21 418	24 682
Dólares	39 114	47 137	47 177	53 412	8 063	6 275
Euros	233	236	1332	9400	1 100	9 164
Yenes	1 965	2 206	3 215	3 557	1 251	1 352
Otros	0	0	95	115	95	115
Total	73 618	87 625	105 543	129 213	31 925	41 588
Posición / PBI*	12,0%	13,8%	17,2%	20,4%	5,2%	6,6%
Posición / Ingresos GC**	69,9%	86,7%	100,1%	127,9%	30,2%	41,2%

Fuente: MEF - DGETP

* PBI alcanzado al cierre de 2015 y el proyectado en el MMM para el año de 2016.

** Ingresos del Gobierno Central anualizados a junio 2016 publicados por el BCRP en la Nota Semanal 14-2016: Cuadros Estadísticos N° 76A.

3. RIESGO ESTRUCTURAL DE BALANCE

El riesgo estructural de balance se define principalmente 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 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 seguimiento del riesgo de liquidez se han utilizado como métricas: (i) un cuadro de liquidez por plazos de vencimiento (calce) que toma las cuentas del activo y pasivo financiero⁹ y muestra las brechas acumuladas que se generan de acuerdo a los vencimientos distribuidos por bandas de tiempo y (ii) el ratio de cobertura de liquidez (RCL)¹⁰, medida que toma en consideración los activos plenamente disponibles, líquidos y de alta calidad para hacer frente a las salidas netas de efectivo en el corto plazo.

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

Del análisis de liquidez por plazos de vencimiento, se resalta que el descalce acumulado total¹¹ es positivo hasta la banda temporal de cuatro años, lo cual significa que el Gobierno Central cuenta

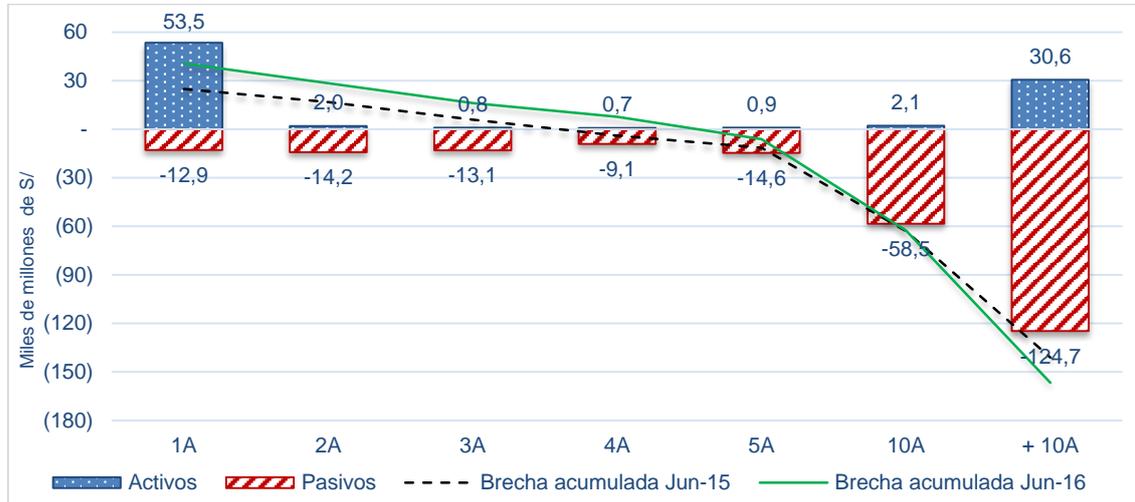
⁹ En la métrica se han incluido los saldos de activos y pasivos y los flujos de intereses futuros por cobrar y pagar bajo un criterio conservador.

¹⁰ Medida recomendada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para el seguimiento y control del riesgo de liquidez en las entidades financieras.

¹¹ Activos y pasivos en moneda nacional y moneda extranjera.

con holgura suficiente para cubrir las obligaciones financieras (principal e intereses) pactadas en los siguientes cuatro años utilizando sus activos líquidos¹². Este descalce asciende a S/ 7,7 mil millones, mientras que a junio de 2015 el descalce acumulado positivo fue sólo hasta la banda de 3 años y ascendió a S/ 5,9 mil millones.

Gráfico N° 1
Cuadro de liquidez por plazos de vencimiento



Fuente: MEF-DGETP

b. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)¹³

El RCL al cierre de junio de 2016 es mayor a 1, con un valor de 12,1 veces estando ligeramente por debajo del ratio registrado en junio de 2015, cuando cerró en 12,2 veces. La reducción de este ratio, en el periodo en mención, refleja básicamente el incremento de los pasivos de corto plazo, dentro de los cuales comprende las mayores emisiones de letras del Tesoro. 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 que permita disminuir el alto costo de la liquidez, según lo contemplado en las acciones estratégicas previstas en la EGGAP.

Gráfico N° 2
Ratio de cobertura de liquidez (RCL)



Fuente: MEF-DGETP

¹² Para efectos conservadores, los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) se han colocado en la última banda temporal (ventana temporal mayor a diez años) con la intención de medir la capacidad del Gobierno Central para cubrir sus pasivos con sus recursos de mayor liquidez, pese a que el FEF podría ser utilizado en un escenario de crisis.

¹³ 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 o igual a 1.

3.2 Riesgo de tasa de interés

Los movimientos en las curvas de tasas de interés repercuten en los 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 de gestión 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-15 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo mar-16 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo jun-16 (MM S./.)	Duración (años)
<u>POR DISPONIBILIDAD</u>						
Disponible	34 480	0,10	45 210	0,11	52 444	0,34
Depósitos a la vista	17 531	0,00	22 033	0,00	14 852	0,00
Depósitos a plazo	16 949	0,20	23 178	0,21	37 592	0,48
Cuentas x cobrar	3 398	4,70	5 624	4,70	5 747	4,31
Traspasos	3 349	4,70	5 531	4,70	5 657	4,31
Derivados	49		93		90	
Fondos restringidos	35 789	0,48	31 626	0,40	29 434	0,57
Depósitos a la vista	6 669	0,00	5 891	0,00	3 109	0,00
Depósitos a plazo	29 120	0,59	25 735	0,49	26 325	0,64
TOTAL	73 667	0,49	82 461	0,53	87 625	0,67

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 duraciones¹⁴. Así, en el Cuadro N°4 se observa que la duración de los activos mostró un incremento respecto a junio del año anterior, equivalente a 64 días. Por otro lado, la duración de los pasivos presentó un aumento equivalente a 75 días entre junio de 2015 y junio de 2016.

Cuadro N° 5
Duración de los pasivos financieros

	Saldo jun-15 (MM S/)	Duración (años)	Saldo mar-16 (MM S/)	Duración (años)	Saldo jun-16 (MM S/)	Duración (años)
<u>POR ORIGEN</u>						
Val. circulación	78 245	7,91	97 130	7,84	97 557	8,10
Letras del Tesoro	602	0,37	1 390	0,37	1 807	0,37
B. globales	28 595	8,55	42 273	8,36	40 709	8,90
B. soberanos	47 085	7,71	51 917	7,65	53 639	7,77
Otros bonos	1 963	5,75	1 550	7,12	1 402	7,46
Adeudados	27 239	4,51	31 634	4,53	31 645	4,59
Multilaterales	18 351	4,97	21 168	5,18	20 901	5,33
Club de Paris	4 874	4,60	5 332	4,61	5 355	4,77
Otros	4 013	2,30	5 133	1,78	5 389	1,56
Cuentas por pagar	59		14		11	
TOTAL	105 543	7,03	128 778	7,03	129 213	7,24

Fuente: MEF-DGETP

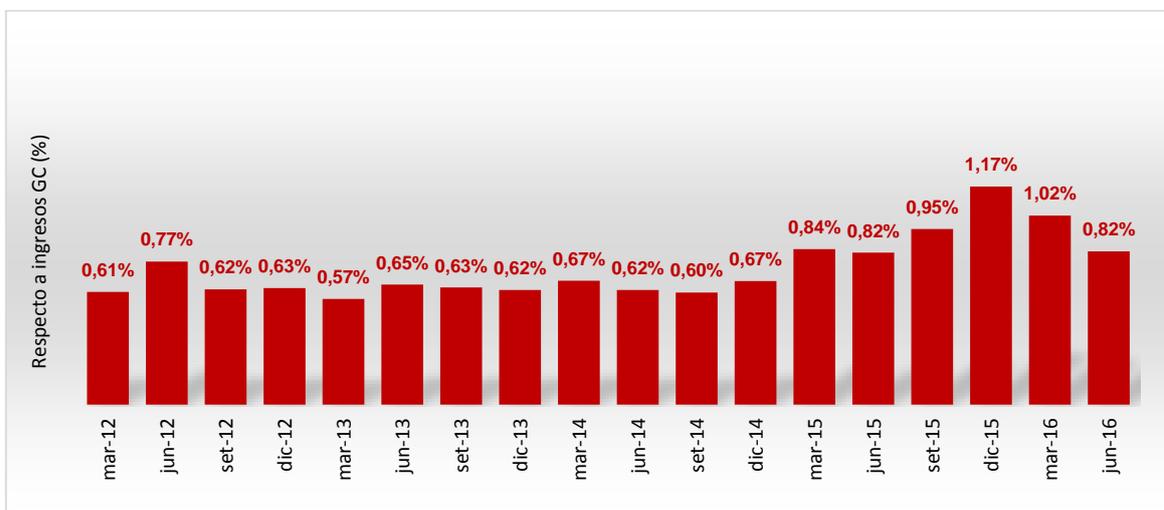
¹⁴ Equivalen al plazo promedio de reembolso del principal e intereses en términos de valor presente.

Adicionalmente, 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 de 2016 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/ 833 millones equivalente al 0,82% de los Ingresos del Gobierno Central o al 0,13% del PBI¹⁵.

Gráfico N° 3
Ganancia en riesgo (GeR)



Fuente: MEF-DGETP

Entre marzo y junio de 2016 el BCRP mantuvo la tasa de referencia en 4,25%; sin embargo, si se repitiera la variación de tasas que se generó entre setiembre y octubre de 2008, producto de la agudización de la crisis financiera (bancarrota de Lehman Brothers, caída del Dow Jones en 6,98%, paquete de rescate de la Reserva/Tesoro de EEUU), entonces la Ganancia en Riesgo ascendería a S/ 1 769 millones. La brecha positiva indica que se tiene un exceso neto de activos que está expuesta a reprecio en el corto plazo ante un movimiento de tasas de interés adverso (caída de tasas), por lo que es necesario diversificar por plazos los depósitos de corto plazo que actualmente posee el Tesoro Público, tanto en las cuentas del BCRP como de los fondos del Tesoro que se subastan entre las instituciones del sistema financiero.

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 neto del Gobierno Central.

Al cierre de junio de 2016, ante una variación negativa de 200pb en la curva de tasas de interés (escenario de riesgo), el indicador de Valor Patrimonial en Riesgo fue de S/ 64 593 millones, equivalente a 10,2% del PBI, mayor al resultado obtenido al cierre de junio de 2015 que fue de 9,53% del PBI. De acuerdo a la estructura de balance del Gobierno Central, éste estaría expuesto a una disminución en el nivel de las tasas de interés, como ocurrió en años pasados y ahora se refleja en

¹⁵ Los datos del PBI Nominal fueron tomados de las series estadísticas que publica el BCRP, y los datos de Ingresos Corrientes del GC fueron tomados de su Nota Semanal N° 27- 2016: Cuadros Estadísticos N° 76^a.

los bonos de la República emitidos en el pasado y que actualmente cotizan muy sobre la par debido a la reducción de las tasas de interés en el mercado.

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.

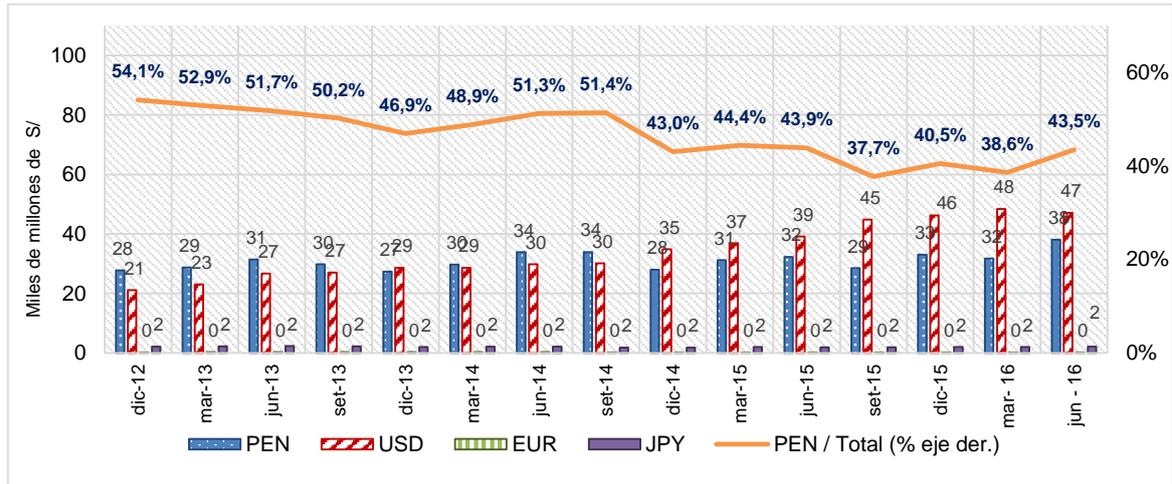
Cuadro N° 6
Posición de los activos financieros por monedas

Monedas	Participación jun-15 (%)	Participación mar - 16 (%)	Participación jun-16 (%)
Activos	S/ 73 667 MM	S/ 82 461 MM	S/ 87 625 MM
Disponible	46,8%	54,8%	59,9%
Soles	36,2%	31,6%	40,1%
Dólares	10,6%	23,2%	19,7%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Yenes	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por Cobrar	4,5%	6,7%	6,5%
Soles	0,2%	2,1%	2,0%
Dólares	1,3%	1,9%	1,8%
Euros	0,3%	0,3%	0,3%
Yenes	2,7%	2,4%	2,4%
Otros	0,0%	0,0%	0,0%
Derivados (*)	0,1%	0,1%	0,1%
Dólares	0,1%	0,1%	0,0%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Yenes	0,0%	0,1%	0,1%
Fondos Restringidos	48,6%	38,4%	33,6%
Soles	7,4%	4,8%	1,3%
Dólares	41,2%	33,5%	32,3%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

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

Al cierre de junio de 2016 la participación de los activos en soles dentro del total de activos mejoró y se ubicó en 43,5%, similar al nivel registrado en junio de 2015 (43,9%) y por encima de lo alcanzado el trimestre previo (38,6%), debido al incremento del saldo de recursos disponibles en moneda nacional. Sin embargo, la posición activa en moneda extranjera sigue siendo la más relevante debido a los mayores recursos captados por emisiones internacionales y por la depreciación de la moneda local en el periodo.

Gráfico N° 5
Composición de activos por monedas



Fuente: MEF-DGETP

La estructura de pasivos por monedas tiene como principal componente al sol con una participación de 48,6%, superior a la participación del dólar estadounidense y al euro, que al cierre de junio de 2016, se situaron en 41,3% y 7,3%, respectivamente. Sin embargo, cabe indicar que la participación de la deuda en moneda extranjera en el total de la deuda, pasó de 49,1% en junio de 2015 a 51,4% en junio de 2016, como resultado de las emisiones internacionales de bonos globales, y por la depreciación de la moneda local frente al dólar y al euro que se observó en dicho periodo.

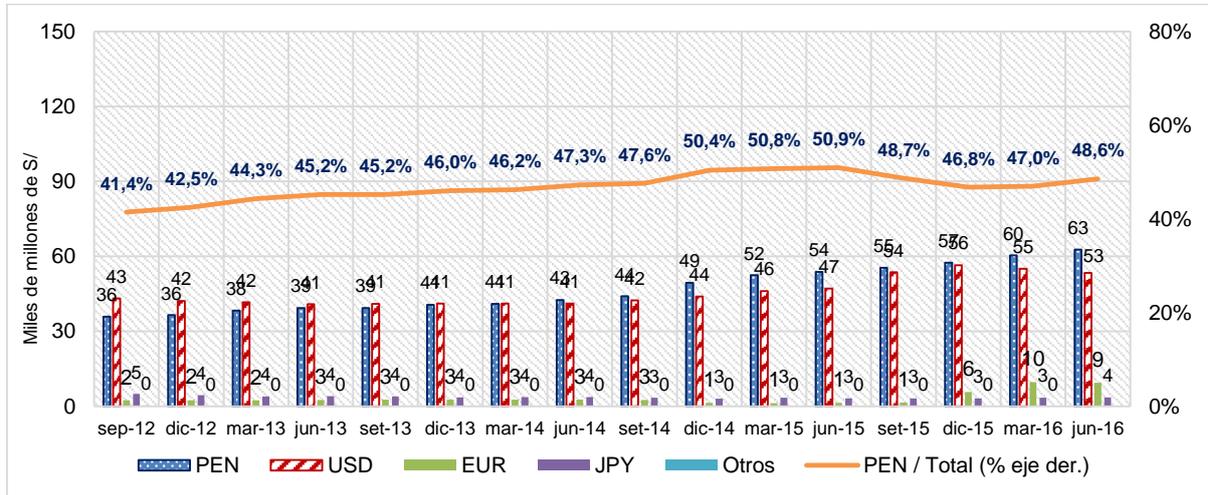
Cuadro N° 7
Posición de los pasivos financieros por monedas

	Participación jun-15 (%)	Participación mar-16 (%)	Participación jun-16 (%)
Pasivos	S/. 105 543 MM	S/. 128 778 MM	S/. 129 213 MM
Valores en circulación	74,1%	75,4%	75,5%
Soles	46,5%	42,5%	43,9%
Dólares	27,7%	26,6%	25,5%
Euros	0,0%	6,3%	6,2%
Adeudados	25,8%	24,6%	24,5%
Soles	4,4%	4,5%	4,7%
Dólares	17,0%	16,1%	15,9%
Euros	1,3%	1,2%	1,1%
Yenes	3,0%	2,7%	2,8%
Otros	0,1%	0,1%	0,1%
Derivados (*)	0,1%	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%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

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

Incluyendo las operaciones con derivados pactadas hasta antes de 2011, la participación del sol en la estructura de los pasivos disminuyó de 52,3% en junio de 2015 a 49,5% en junio de 2016, y la participación del dólar estadounidense pasó de 43,6% a 40,7% en el mismo periodo.

Gráfico N° 6
Composición de pasivos por monedas



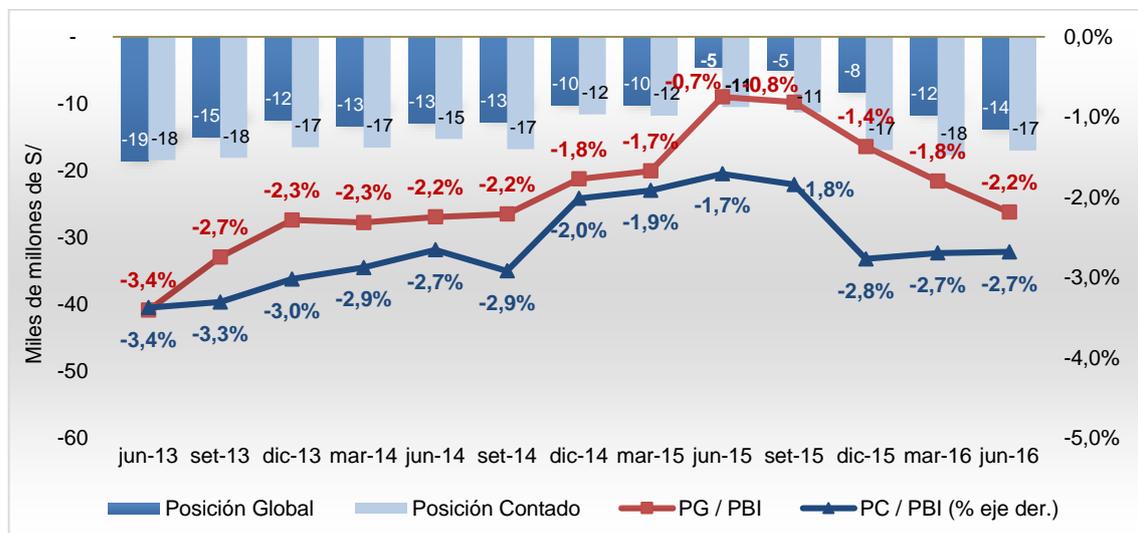
Fuente: MEF-DGETP

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 de 2016, el Gobierno Central muestra una posición al contado de sobreventa (posición corta o pasivos netos) equivalente a S/ -16 985 millones, conformado principalmente por dólares estadounidenses y euros. Este resultado se produce porque en el período analizado el aumento de pasivos en moneda extranjera (+28,4%) superó al de los activos en moneda extranjera (+19,8%), reflejando el efecto de las emisiones internacionales.

Gráfico N° 7
Posición de cambio



Fuente: MEF-DGETP

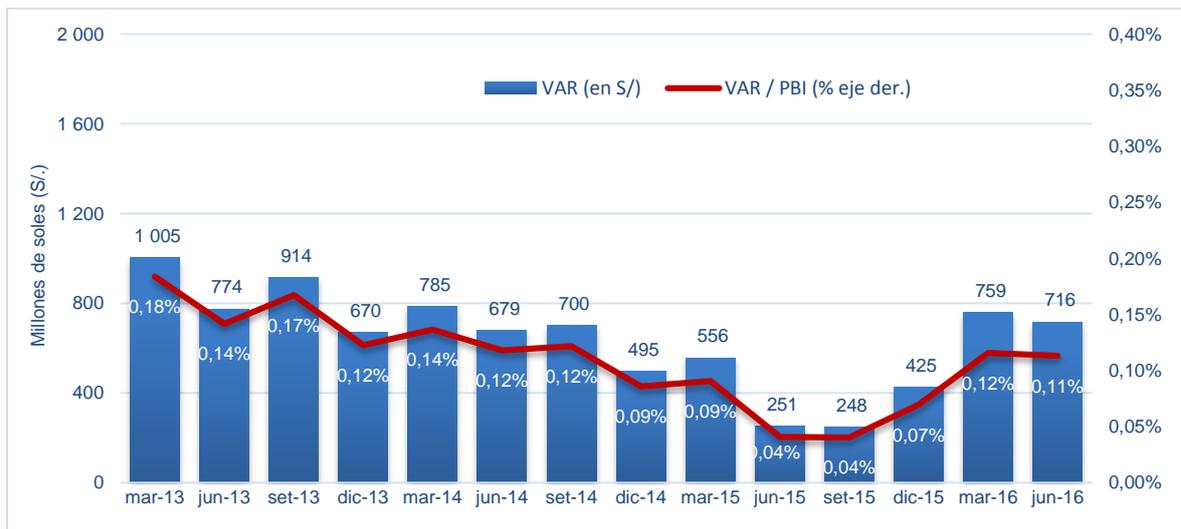
Además, a junio de 2016 el Gobierno Central muestra una posición global de sobreventa en valor presente (pasivos netos) equivalente a S/ -13 846 millones (2,2% del PBI) conformado principalmente por dólares estadounidenses y euros.

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 de 2016 es de S/ 716 millones, equivalente al 0,11% del PBI, mostrando un incremento respecto al mismo trimestre del año anterior de la mano con el incremento de la posición global de sobreventa en dólares estadounidenses y euros. Así, el dólar y el euro fueron las monedas que más contribuyeron al nivel del VaR dada su preponderancia dentro de la posición global.

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. 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.

Como se observa en el Cuadro N° 8, los activos continúan estando fuertemente concentrados en las cuentas del BCRP; que a junio de 2016 concentra el 85,2% del total del ahorro bruto del GC, lo cual deja abierta la posibilidad de mejorar la gestión de tesorería que permita incrementar la rentabilidad de los fondos y un manejo más eficiente de la liquidez.

Cuadro N° 8
Concentración de activos por deudores

Contraparte	jun-15		mar-16		jun-16	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MM S/)	Part. %	Importe (MM S/)	Part. %
POR DISPONIBILIDAD						
Disponible	34 480	46,8%	45 210	54,8%	52 444	59,9%
Banco Central de Reserva Perú	31 516	42,8%	35 211	42,7%	45 279	51,7%
Banco de la Nación	1 841	2,5%	2 499	3,0%	2 365	2,7%
Fondos Públicos fuera del Tesoro ¹⁶	1 123	1,5%	7 500	9,1%	4 800	5,5%
Cuentas por cobrar	3 398	4,6%	5 624	6,8%	5 747	6,6%
Entidades públicas no financieras	3 349	4,5%	5 531	6,7%	5 657	6,5%
Entidades de inversión	49	0,1%	93	0,1%	90	0,1%
Fondos Restringidos	35 789	48,6%	31 626	38,4%	29 434	33,6%
Banco Central de Reserva Perú	35 727	48,5%	31 549	38,3%	29 382	33,5%
Banco de la Nación	62	0,1%	77	0,1%	52	0,1%
Total	73 667	100%	82 461	100%	87 625	100%

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. Así, a junio de 2016 el 75,5% del financiamiento se obtiene a través de valores en circulación.

Cuadro N° 9
Concentración de pasivos por acreedores

Acreedores	Saldo jun-15 (MM S/)	Part. (%)	Saldo mar-16 (MM S/)	Part. (%)	Saldo jun-16 (MM S/)	Part. (%)
Valores en circulación	78 245	74,1%	97 130	75,4%	97 557	75,5%
Tenedores residentes	31 822	30,2%	36 886	28,6%	38 681	29,9%
Tenedores no residentes	46 423	44,0%	60 244	46,8%	58 876	45,6%
Adeudos	27 298	25,9%	31 649	24,6%	31 656	24,5%
Organismos multilaterales	18 351	17,4%	21 168	16,4%	20 901	16,2%
Club de París	4 874	4,6%	5 332	4,1%	5 355	4,1%
Otros organismos	4 013	3,8%	5 133	4,0%	5 389	4,2%
Entidades de inversión	59	0,1%	14	0,0%	11	0,0%
Total	105 543	100,0%	128 778	100,0%	129 213	100,0%

Fuente: MEF-DGETP

4. RENDIMIENTOS Y COSTOS EQUIVALENTES

Tanto el rendimiento como el costo equivalentes de los activos y pasivos que se presentan a continuación han sido calculados como el efectivo en moneda nacional que obtuvo y desembolsó el Gobierno Central anualmente por sus inversiones y sus obligaciones, tomando en cuenta así, el

¹⁶ Conformado por fondos del Tesoro Público que no se encuentran en las cuentas del BCRP o Banco de la Nación. Principalmente, se componen por depósitos en las entidades del sistema financiero que lograron adjudicarse en las subastas de fondos públicos.



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, tuvo un efecto negativo en el rendimiento de los activos financieros en moneda extranjera expresados en soles. Además, el rendimiento promedio anual del total de los activos financieros en moneda nacional pasó de 7,5% en junio 2015 a 3,8% a junio de 2016. La caída del rendimiento de los fondos restringidos fue la mayor debido a que su principal componente es el FEF.

Cuadro N° 10
Rendimiento de activos financieros

	jun-15		mar-16		jun-16	
	Es soles (%)	En MO (%)	Es soles (%)	En MO (%)	Es soles (%)	En MO (%)
POR DISPONIBILIDAD						
Disponible	3,8%		3,5%		2,6%	
Soles	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,5%	2,5%
Dólares	13,0%	0,1%	7,6%	0,2%	4,1%	0,2%
Euros	-4,3%		14,2%		6,0%	
Cuentas por cobrar	3,4%		11,0%		15,4%	
Soles	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	4,9%	4,9%
Dólares	15,1%	2,1%	9,7%	2,2%	6,2%	2,3%
Euros	-6,8%	2,2%	11,2%	2,2%	2,9%	2,2%
Yenes	-0,6%	1,5%	12,8%	1,5%	22,6%	1,5%
SCP	6,3%					
Fondos restringidos	11,3%		7,0%		3,9%	
Soles	2,0%	2,0%	2,2%	2,2%	2,5%	2,5%
Dólares	13,1%	0,1%	7,7%	0,2%	4,2%	0,3%
Euros	-4,3%	0,0%	14,2%	0,0%	6,0%	0,0%
Total	7,5%		5,4%		3,8%	

Fuente: MEF-DGETP

Cuadro N° 11
Costo de Pasivos Financieros

	jun-15		mar-16		jun-16	
	Es soles (%)	En MO (%)	Es soles (%)	En MO (%)	Es soles (%)	En MO (%)
POR ORIGEN						
Valores en circulación	12,4%		9,9%		8,1%	
Letras del Tesoro	3,5%		4,6%		4,7%	
Soles	3,5%	3,5%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%
Bonos Soberanos	7,3%		7,3%		6,9%	
Soles	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,9%	6,9%
Bonos Globales	20,7%		14,2%		10,2%	
Dólares	20,7%	7,8%	14,2%	6,9%	10,2%	6,6%
Euros						
Otros Bonos del TP	9,7%		4,7%		4,2%	
Soles	6,1%	6,1%	4,7%	4,7%	4,2%	4,2%
Dólares	21,1%	8,0%				
Bonos Brady	17,0%		11,4%		7,8%	
Dólares	17,0%	4,1%	11,4%	4,1%	7,8%	4,1%



Adeudados	9,8%		9,0%		7,5%	
Soles	5,2%	5,2%	4,6%	4,6%	5,0%	5,0%
Dólares	14,5%	1,5%	9,0%	1,70%	5,7%	1,9%
Euros	-6,4%	2,6%	16,8%	2,50%	8,5%	2,50%
Yenes	0,0%	1,9%	13,2%	1,80%	23,1%	1,78%
Otros	5,5%		9,5%		4,3%	
Total	11,7%		9,6%		7,9%	

Fuente: MEF-DGETP

El efecto cambiario también ha tenido un impacto sobre el costo de los pasivos, dada la importante participación relativa de la deuda en dólares estadounidenses (41,3%) en el total de pasivos. Así, el costo equivalente promedio anual del total de pasivos financieros (Cuadro N° 11) expresados en soles al cierre de junio de 2016 fue de 7,9%, mostrando una reducción respecto al cierre del mismo trimestre del año anterior en que se ubicó en 11,7%.

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 de 2015 a junio de 2016, en términos de tasa efectiva anual en soles. De esta manera, en el periodo en mención el costo neto agregado expresado en su equivalente en soles se ubicó en 4,16%.

Cuadro N° 12
Costo Neto por Monedas

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Rentabilidad	Rentabilidad	Costo	Costo	Costo neto	Costo neto
	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Soles	2,07%	2,54%	7,14%	6,99%	5,07%	4,45%
Dólares	13,16%	4,18%	18,41%	8,52%	5,25%	4,34%
Euros	-6,77%	2,87%	-3,26%	4,51%	3,51%	1,64%
Yenes	-0,57%	22,64%	-0,03%	23,07%	0,54%	0,43%
Otros			5,53%	4,30%	5,53%	4,30%
Total	7,52%	3,77%	11,68%	7,94%	4,16%	4,16%

Fuente: MEF-DGETP

Finalmente, al incluir los flujos netos de los derivados financieros pactados, el costo neto de la deuda neta se incrementa en +2 pb, pasando de 4,16% a 4,18% para junio de 2016.

Cuadro N° 13
Costo Neto por Monedas con Derivados Financieros

Monedas	Deuda neta sin Derivados		Deuda neta con Derivados	
	Costo neto	Costo neto	Costo neto	Costo neto
	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16
	(%)	(%)	(%)	(%)
Soles	5,07%	4,45%	5,07%	4,45%
Dólares	5,25%	4,34%	5,39%	4,37%
Euros	3,51%	1,64%	3,43%	1,71%
Yenes	0,54%	0,43%	1,18%	0,69%
Otros	5,53%	4,30%	5,53%	4,30%
Total	4,16%	4,16%	4,24%	4,18%

Fuente: MEF – DGETP



Además, durante los últimos doce meses el pago neto por el diferencial de los flujos de los derivados financieros contratados representó un costo neto equivalente al 0,5% del total de su valor nominal pactado a junio de 2016, que es inferior a la media (1,6%) de lo que anualmente se ha venido pagando desde 2009.

Cuadro N° 14
Costo neto de los derivados financieros respecto de su valor nominal

Monedas	jun-15	mar-16	jun-16
	MN	MN	MN
Dólares	1,5%	0,7%	0,4%
Euros	1,3%	1,8%	1,1%
Yenes	3,4%	2,7%	1,6%
Total	1,6%	0,9%	0,5%

Fuente: MEF – DGETP