



Ministerio de Economía y Finanzas del Perú
Vice Ministerio de Hacienda

Reporte de Activos y Pasivos

Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público

Septiembre 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 septiembre 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 SEPTIEMBRE 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 septiembre de 2013, el total de activos financieros³ del Gobierno Central alcanzó los S/. 59 498 millones, de los que S/. 29 851 millones correspondieron a activos en moneda nacional y S/. 29 647 millones en moneda extranjera compuestos principalmente por fondos de Recursos Ordinarios (RO) y por el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF), respectivamente⁴.

Cuadro N° 1
Posición en Activos Financieros

	Saldo Sep 2012 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Jun 2013 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Sep 2013 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
POR DISPONIBILIDAD							
Disponible	26 792	51,9%	27 874	46,0%	26 184	44,0%	-6,1%
Depósitos Vista	11 749	22,8%	15 397	25,4%	11 847	19,9%	-23,1%
Depósitos a plazo	15 043	29,1%	12 476	20,6%	14 337	24,1%	14,9%
Cuentas por cobrar	3 444	6,7%	3 909	6,4%	3 920	6,6%	0,3%
Traspasos	3 405	6,6%	3 897	6,4%	3 903	6,6%	0,2%
Derivados	39	0,1%	12	0,0%	16	0,0%	33,0%
Fondos restringidos	21 384	41,4%	28 874	47,6%	29 395	49,4%	1,8%
Depósitos vista	2 773	5,4%	8 913	14,7%	5 576	9,4%	-37,4%
Depósitos a plazo	18 612	36,1%	19 960	32,9%	23 819	40,0%	19,3%
TOTAL	51 620	100,0%	60 656	100,0%	59 498	100,0%	-1,9%

Fuente: MEF-DGETP.

Durante los últimos 12 meses, el total de activos financieros ha mostrado una tendencia creciente pasando de S/. 51 620 millones en septiembre 2012 a S/. 59 498 millones en septiembre 2013. Este aumento se explica principalmente por dos factores: (1) la aplicación de la regla fiscal para el año 2013 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) la depreciación del tipo de cambio US\$/PEN durante el presente año que tuvo una variación de +9.1% respecto al cierre del año anterior, dicho cambio impactó en una recuperación del valor del FEF que, luego del incremento en la primera mitad del año, representa el 81% de la cuenta fondos restringidos y se compone únicamente por depósitos en dólares estadounidenses. variaciones.

Actualmente la mayor parte de los fondos se encuentran depositados en cuentas a la vista y cuentas a plazo (Cuadro N° 1).

2.2 Pasivos financieros (deuda bruta)

Al cierre de septiembre 2013 el total de pasivos financieros⁵ del Gobierno Central alcanzó un monto equivalente a S/. 87 574 millones, menor en 0,3% al cierre de septiembre 2012. Por jurisdicción, la deuda externa representa el 55,5% del total, disminuyendo en 4,2% respecto al año anterior, mientras que, por su instrumento de origen, el 72,8% corresponde a valores en circulación en los mercados incrementándose en relación al año anterior en el que se ubicó en 66.9%.

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 Los fondos de Recursos Ordinarios (RO) representan el 70% del total del saldo de la cuenta Disponible y el Fondo de Estabilización Fiscal equivale al 81% del total de fondos restringidos al cierre de septiembre 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 tercer trimestre del año se dio inicio al programa de subastas ordinarias de valores de deuda pública que contempla la emisión semanal de letras del tesoro, bonos nominales y bonos reales (indexados a la inflación), el objetivo principal del programa es brindarle una señal periódica de los puntos de referencia de la curva soberana a los participantes del mercado. Dado que los montos emitidos son pequeños, estas subastas tienen una contribución reducida sobre cambios en la estructura de fondeo, pues, en total se han emitido bajo este programa S/. 259.7 millones en letras y S/. 585.2 millones en bonos. Además, la contribución de dichas emisiones en la participación de valores en circulación sobre la estructura de fondeo se vio disminuida por el vencimiento en septiembre del bono 2013 por S/. 575 millones.

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 Sep 12 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Jun 13 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Sep 13 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
<u>POR ORIGEN</u>							
Valores en circulación	58 763	66,9%	63 879	72,8%	63 888	73,0%	0,0%
Letras del Tesoro					123	0,1%	100,0%
Bonos globales	24 524	27,9%	26 294	30,0%	26 309	30,0%	0,1%
Bonos soberanos	31 966	36,4%	35 481	40,5%	35 352	40,4%	-0,4%
Otros bonos	2 273	2,6%	2 104	2,4%	2 104	2,4%	0,0%
Adeudados	28 009	31,9%	23 214	26,5%	23 157	26,4%	-0,2%
Multilaterales	19 769	22,5%	15 638	17,8%	15 704	17,9%	0,4%
Club de Paris	6 672	7,6%	5 910	6,7%	5 815	6,6%	-1,6%
Otros	1 569	1,8%	1 666	1,9%	1 638	1,9%	-1,7%
Cuentas por pagar	1 026	1,2%	652	0,7%	529	0,6%	-18,9%
<u>TOTAL</u>	<u>87 798</u>	<u>100%</u>	<u>87 745</u>	<u>100,0%</u>	<u>87 574</u>	<u>100%</u>	<u>-0,2%</u>

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 septiembre 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 Nº 3
Deuda Neta del Gobierno Central

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo Jun13 (MM S/.)	Saldo Sep13 (MM S/.)	Saldo Jun13 (MM S/.)	Saldo Sep13 (MM S/.)	Saldo Jun13 (MM S/.)	Saldo Sep13 (MM S/.)
Nuevos soles	31 388	29 851	39 365	39 332	7 978	9 481
Dólares	26 661	27 072	41 135	41 171	14 474	14 100
Euros	270	267	2 965	2 928	2 695	2 660
Yenes	2 323	2 308	4 106	3 976	1 783	1 667
Otros	15	0	174	168	159	168
Total	60 656	59 498	87 745	87 574	27 089	28 075
Posición / PBI*	11,1%	10,9%	16,0%	16,0%	5,0%	5,1%

Fuente: MEF-DGETP

* PBI al cierre del 2013 (MMM)



En ese sentido, la deuda neta representa alrededor del 32,1% del saldo de la deuda bruta que el trimestre anterior representaba el 30,9%. La deuda neta al cierre de septiembre 2013 es equivalente al 5,1% del PBI (Cuadro N° 3) aumentando respecto al trimestre anterior y cambiando la tendencia a la baja que mantuvo durante los últimos meses. 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 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 descalce acumulado total⁹ es positivo hasta la banda temporal de 2 años (se ubicaba en la banda de 3 años con un monto de S/. 0,6 millardos hasta el trimestre anterior) con un total de S/. 8,3 millardos. 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 septiembre 2013¹⁰.

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).

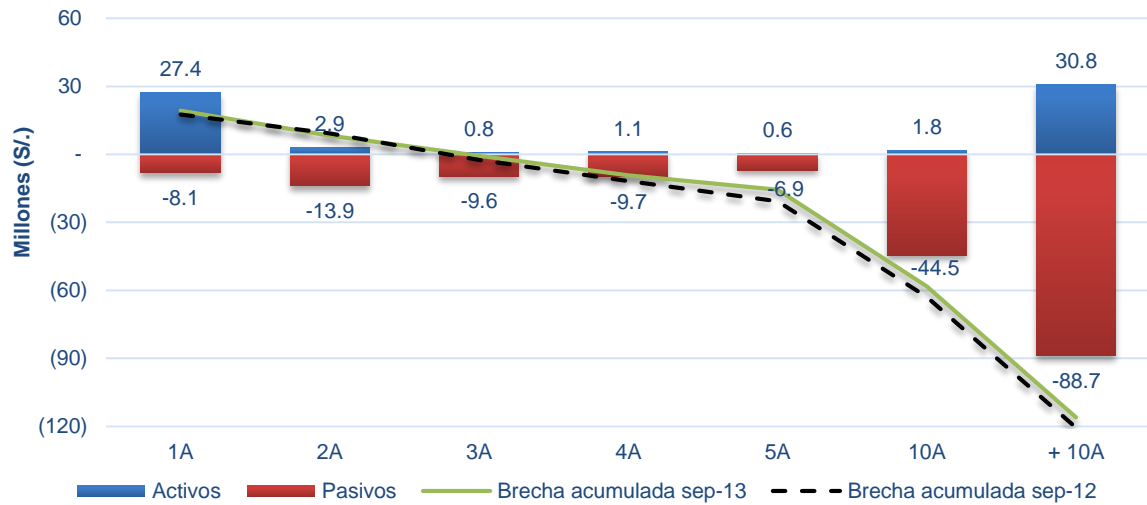
⁷ En la métrica se han incluido los saldos de activos y pasivos y los flujos de intereses futuros por cobrar y pagar bajo un criterio conservador.

⁸ Medida recomendada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para el seguimiento y control del riesgo de liquidez en las entidades financieras.

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

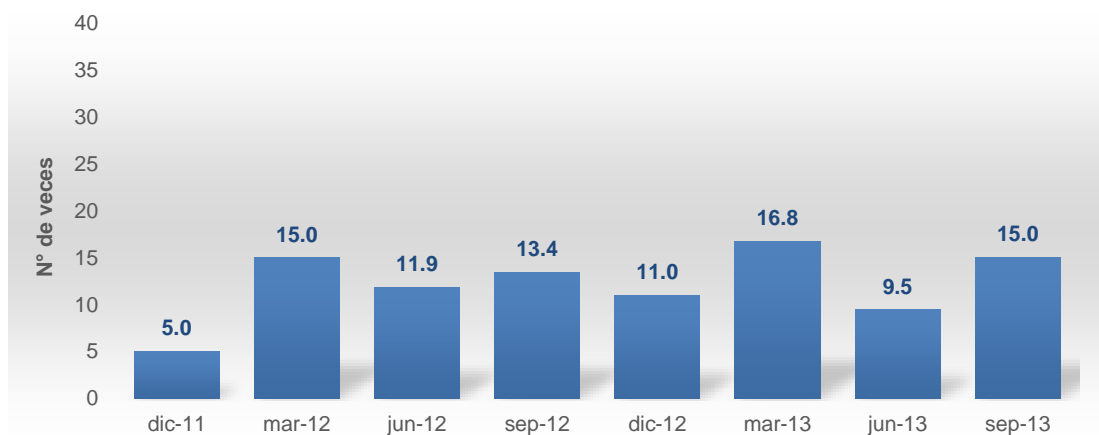


Fuente: MEF-DGETP

b. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)¹¹

El RCL al cierre de septiembre 2013 es mayor a 1, con un valor de 15 mostrando un aumento respecto de junio, cuando cerró en 9,5 esta variación se debió a que en el trimestre anterior el indicador incluía el vencimiento del bono soberano nominal 2013 como parte de los flujos salientes. 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.

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

¹¹ 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.



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 Sep 2012 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo Jun 2013 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo Sep 2013 (MM S./.)	Duración (años)
<u>POR DISPONIBILIDAD</u>						
Disponible	26 792	0,2	27 874	0,1	26 184	0,2
Dep. vista	11 749	0,0	15 397	0,0	11 847	0,0
Dep. plazo	15 043	0,3	12 476	0,3	14 337	0,3
Ctas x cobrar	3 444	5,4	3 909	4,8	3 920	4,7
Traspasos	3 405	5,4	3 897	4,8	3 903	4,7
Derivados	39		12		16	
F.restringidos	21 384	0,4	28 874	0,4	29 395	0,5
Dep. vista	2 773	0,0	8 913	0,0	5 576	0,0
Dep. a plazo	18 612	0,5	19 960	0,6	23 819	0,6
TOTAL	51 620	0,63	60 656	0,58	59 498	0,64

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 ha mostrado un ligero incremento respecto al trimestre anterior (0.06 años), y un aumento equivalente a 0.01 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 0,06 años respecto del trimestre anterior, pero una disminución de 0.69 años respecto al año anterior.

Cuadro N° 5
Duración de los Pasivos Financieros

	Saldo Sep 2012 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo Jun 2013 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo Sep 2013 (MM S./.)	Duración (años)
<u>POR ORIGEN</u>						
V.circulación	58 763	9,02	63 879	8,01	63 888	8,09
Letras del Tesoro					123	0,49
B. globales	24 524	9,36	26 294	8,25	26 309	8,26
B. soberanos	31 966	8,79	35 481	7,86	35 352	8,08
Otros bonos	2 273	7,63	2 104	6,63	2 104	6,55
Adeudados	28 009	5,05	23 214	5,04	23 157	4,99
Multilaterales	19 769	5,18	15 638	5,36	15 704	5,29
Club de Paris	6 672	5,23	5 910	4,91	5 815	4,90
Otros	1,569	2,72	1 666	2,55	1 638	2,46
Ctas x pagar	1 026		652		529	
TOTAL	87 798	7,95	87 745	7,32	87 574	7,26

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

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

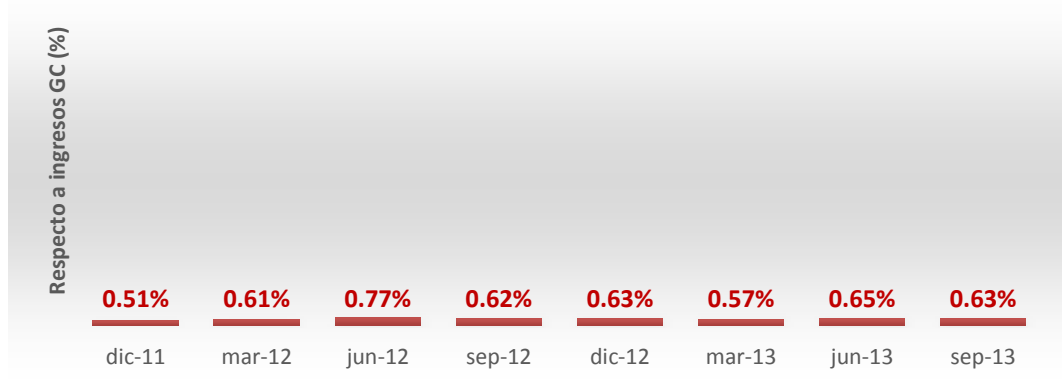
plazo, mediante el indicador de Valor Patrimonial en Riesgo, utilizando en ambos casos una variación estándar de tasas de interés de +/-200 puntos básicos, además de la periódica simulación de pruebas de estrés.

a. Ganancia en riesgo (GER)

El indicador de Ganancia en Riesgo medido al cierre de septiembre 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/. 650 millones equivalente al 0,63% de los Ingresos del Gobierno Central o al 0,12% del PBI¹³. El indicador GER del trimestre anterior fue S/. 667 millones mientras que el de septiembre 2012 de S/. 604 millones.

En el último periodo se ha producido una disminución en la tasa de referencia del BCRP en 25 puntos básicos y existe la posibilidad de que se produzcan nuevas disminuciones con el objetivo de impulsar la economía. 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 produzca un impacto negativo, derivado de un movimiento de tasas de interés adverso (caída de tasas). El Tesoro público viene implementando medidas que le permitan optimizar el costo de oportunidad de los activos de muy corto plazo.

Gráfico N° 3
Ganancia en Riesgo (GeR)



Fuente: MEF-DGETP

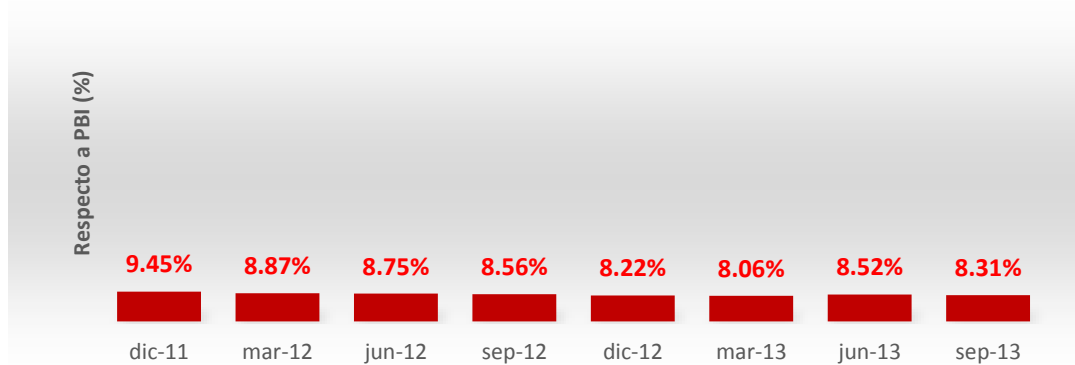
b. Valor patrimonial en riesgo (VPR)

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 septiembre 2013, ante una variación negativa de 200 puntos básicos en la curva de tasas de interés (escenario de riesgo), el indicador de Valor Patrimonial en Riesgo fue de S/. 44 973 millones, equivalente a 8,31% del PBI, menor al resultado del indicador en el trimestre anterior. 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, 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 una vez que las principales potencias comiencen a cambiar sus políticas monetarias expansivas, entonces existe muy poco margen para que el riesgo se materialice.

¹³ Los ingresos y el PBI utilizados son los proyectados al cierre del 2012 de acuerdo al MMM 2014 – 2016.

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 Sep 2012 (%)	Participación Jun 2013 (%)	Participación Sep 2013 (%)
Activos	S/. 51 620 MM	S/. 60 656 MM	S/. 59 498 MM
Disponibles	51,9%	46,0%	44,0%
Nuevos Soles	47,6%	43,7%	41,0%
Dólares	3,4%	2,2%	3,0%
Euros	0,9%	0,0%	0,0%
Cuentas por Cobrar	6,7%	6,4%	6,6%
Traspasos	6,6%	6,4%	6,6%
Nuevos Soles	0,6%	0,7%	0,8%
Dólares	1,1%	1,5%	1,5%
Euros	0,4%	0,4%	0,4%
Yenes	4,5%	3,8%	3,9%
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	41,4%	47,6%	49,4%
Nuevos Soles	3,1%	7,4%	8,4%
Dólares	38,3%	40,2%	41,0%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

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

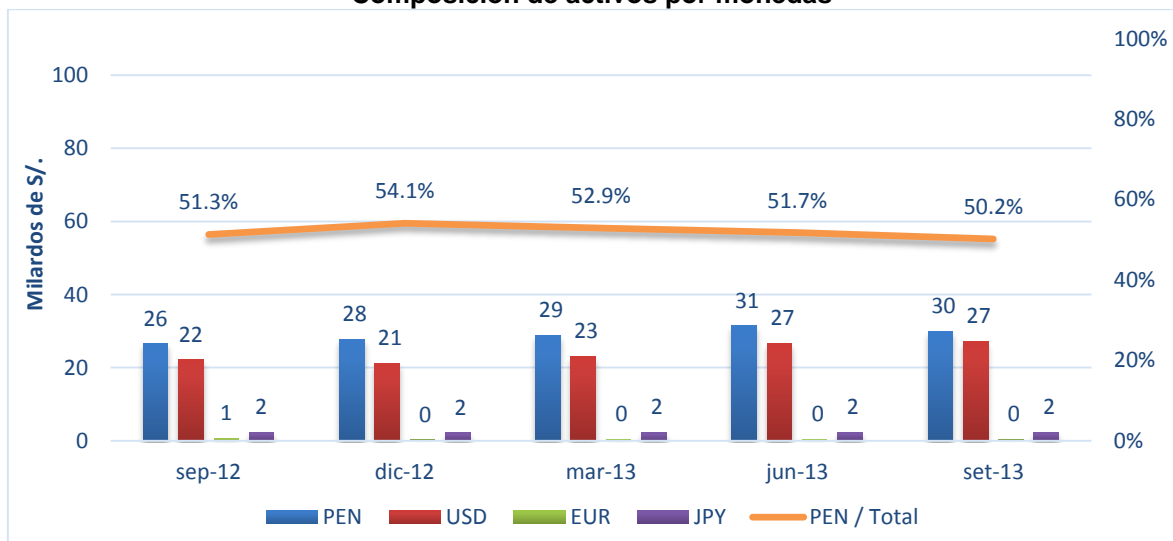
Cuadro N° 7
Posición de los Pasivos Financieros por Monedas

Monedas	Participación Sep-12 (%)	Participación Jun-13 (%)	Participación Sep-13 (%)
Pasivos	S/. 87 798 MM	S/. 87 745 MM	S/. 87 574 MM
Valores en circulación	66,9%	72,8%	73,0%
Nuevos soles	38,4%	42,2%	42,3%
Dólares	27,4%	29,3%	29,4%
Euros	1,1%	1,2%	1,3%
Adeudados	31,9%	26,5%	26,4%
Nuevos soles	2,5%	2,6%	2,6%
Dólares	21,8%	17,3%	17,4%
Euros	1,6%	1,7%	1,7%
Yenes	5,6%	4,7%	4,5%
Otros	0,4%	0,2%	0,2%
Derivados (*)	1,2%	0,7%	0,6%
Dólares	0,5%	0,3%	0,2%
Euros	0,7%	0,4%	0,3%
Yenes	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100%

(*) Derivados registrados 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 50,2% respecto del total, disminuyendo frente al trimestre anterior en 1,6%.

Gráfico N° 5
Composición de activos por monedas

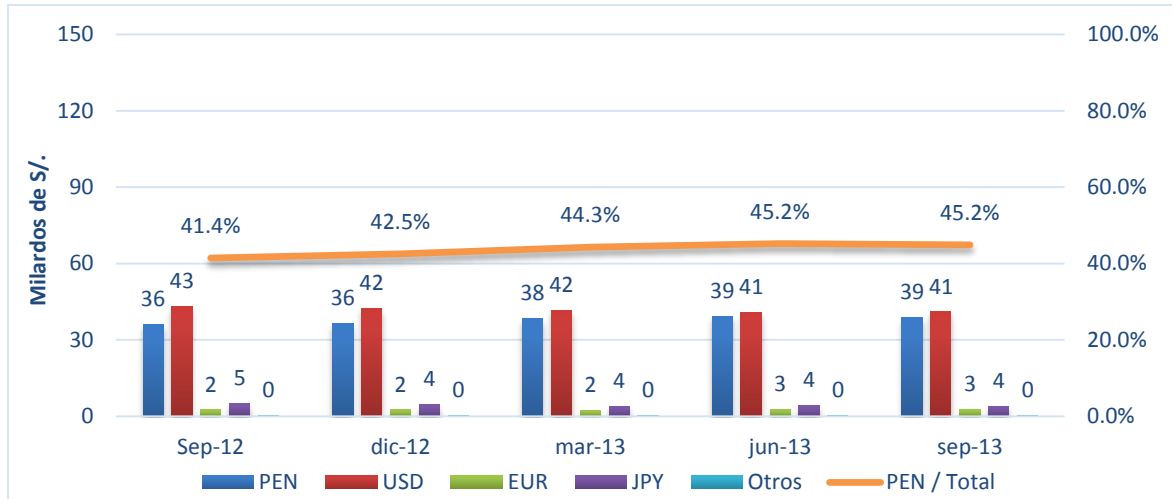


Fuente: MEF-DGETP

Por otro lado, la estructura de pasivos por monedas tiene como principal componente al dólar estadounidense en los pasivos con una participación de 47,0% respecto del total. La participación del dólar estadounidense se ha mantenido igual al trimestre pasado y frente al mismo mes del año anterior disminuyó en 2,6%, en línea con las nuevas políticas de la Estrategia de Gestión Global de

Activos y Pasivos. Al cierre de septiembre 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 realizadas hasta antes de 2011, la participación del nuevo sol en la estructura de los pasivos se incrementa a 49,9%, y la participación del dólar estadounidense se reduce a 45,2%, 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.

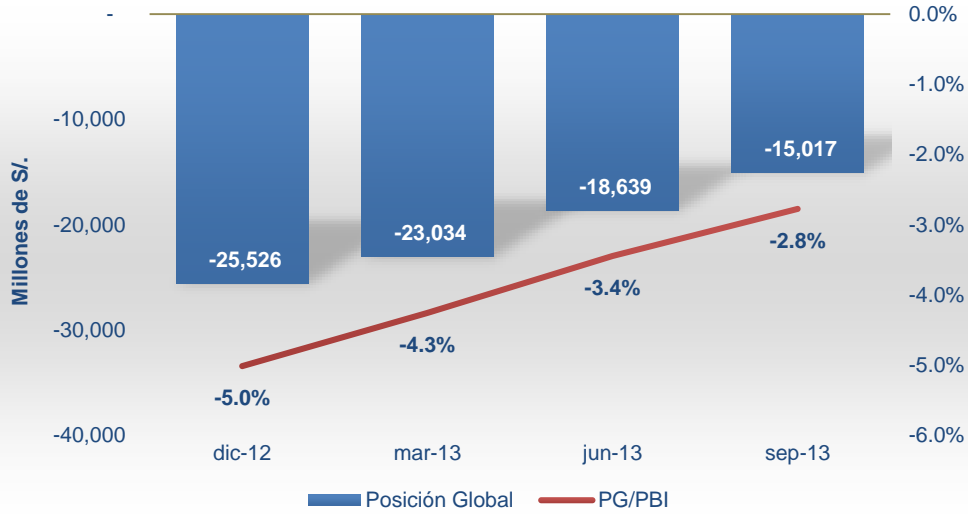
Luego de que el nuevo sol se viera fortalecido durante el 2012 por las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados, durante el tercer trimestre del 2013 se mantuvo la incertidumbre, iniciada en el segundo trimestre del año, ante las expectativas del mercado respecto a la finalización del estímulo monetario de la FED. Esta situación ha depreciado 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%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

Al cierre de septiembre 2013 el Gobierno Central muestra una posición al contado de sobreventa equivalente a S/. 16 089 millones, conformado principalmente por dólares estadounidenses, menor en S/.2 370 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 septiembre 2013 el Gobierno Central muestra una posición global de sobreventa (pasivos netos) equivalente a S/. 15 017 millones (2,8% del PBI) conformado principalmente por dólares estadounidenses, la cual ha disminuido respecto al cierre del año anterior en S/. 10 509 millones.

¹⁴ Tipo de cambio venta extraído de la SBS.

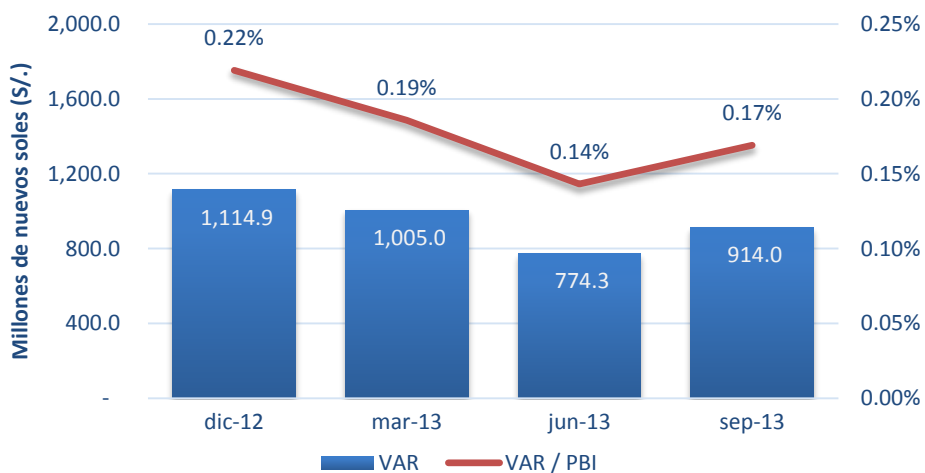
Gráfico N° 7
Posición de cambio


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 septiembre 2013 es de S/. 914 millones, equivalente al 0,17% del PBI con un ligero incremento de 0.3% respecto a junio 2013 pero una disminución de 0.5% respecto al cierre 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	Sep-12		Jun-13		Sep-13	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
POR DISPONIBILIDAD						
Disponible	26 792	51,9%	27 874	46,0%	26 184	44,0%
Banco Central de Reserva Perú	22 984	44,5%	24 030	39,6%	22 414	37,7%
Banco de la Nación	3 808	7,4%	3 818	6,3%	3 745	6,3%
Otros		0,0%	25	0,0%	25	0,0%
Cuentas por cobrar	3 444	6,7%	3 909	6,4%	3 920	6,6%
Entidades públicas no financieras	3 405	6,6%	3 897	6,4%	3 903	6,6%
Entidades de inversión	39	0,1%	12	0,0%	16	0,0%
Fondos Restringidos	21 384	41,4%	28 874	47,6%	29 395	49,4%
Banco Central de Reserva Perú	21 297	41,3%	28 815	47,5%	29 330	49,3%
Banco de la Nación	88	0,2%	58	0,1%	65	0,1%
Total	51 620	100,0%	60 656	100,0%	59 498	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	Sep-12		Jun-13		Sep-13	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
POR ORIGEN						
Valores en circulación	58 763	66,9%	63 879	72,8%	63 888	73,0%
Tenedores residentes	16 594	18,9%	17 160	19,6%	17 092	19,5%
Tenedores no residentes	42 169	48,0%	46 719	53,3%	46 796	53,4%
Adeudos	29 036	33,1%	23 821	27,2%	23 686	27,0%
Organismos multilaterales	19 769	22,9%	15 638	17,8%	15 704	17,9%
Club de París	6 672	7,6%	5 910	6,7%	5 815	6,6%

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

Otros organismos	1 569	1,8%	1 666	1,9%	1 638	1,9%
Entidades de inversión	1 026	1,2%	652	0,7%	529	0,6%
Total	87 798	100,0%	87 745	100,0%	87 574	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 septiembre 2012 y septiembre 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 septiembre 2013 fue de 3,8% incrementándose respecto al del trimestre anterior en que se ubicó en 2,7%.

Cuadro N° 10
Rendimiento de activos financieros

	Mar-13		Jun-13		Sep-13	
	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)	En moneda de origen (%)	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)	En nuevos soles (%)
POR DISPONIBILIDAD						
Disponible	2,2%		2,7%		2,9%	
Nuevos soles	2,8%	2,8%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%
Dólares	-2,8%	0,1%	4,4%	0,1%	7,0%	0,1%
Euros	-9,3%	0,1%	7,4%	0,0%	11,5%	0,0%
Cuentas por cobrar	-10,7%		-4,2%		-5,0%	
Nuevos Soles	4,4%	4,4%	3,5%	3,5%	4,2%	4,2%
Dólares	-0,8%	2,2%	6,4%	2,1%	9,1%	2,2%
Euros	-7,0%	2,3%	10,0%	2,3%	14,1%	2,3%
Yenes	-9,8%	1,9%	-10,9%	1,6%	-13,5%	1,6%
SCP	0,3%	2,9%	6,7%	3,0%	9,4%	3,0%
Fondos restringidos	-2,2%		3,9%		6,3%	
Nuevos soles	2,7%	2,7%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%
Dólares	-2,9%	0,1%	4,3%	0,1%	7,0%	0,0%
Euros	-9,4%	0,1%	7,4%	0,0%	11,5%	0,0%
Total	-0,6%		2,7%		3,8%	

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 septiembre 2013 fue de 9,4%, mostrando un incremento respecto al cierre del trimestre anterior en que se ubicó en 7,8%.

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		Sep-13	
	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)
POR ORIGEN						
VALORES EN CIRCULACIÓN	6,2%		9,2%		10,5%	
Letras del Tesoro					4,2%	
Soles					4,2%	
Bonos Soberanos	7,8%		7,7%		7,7%	
Soles	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Bonos Globales	4,2%		11,8%		14,5%	
Dólares	4,5%	7,4%	11,6%	7,4%	14,4%	7,4%
Euros	-2,0%	7,5%	14,8%	7,5%	18,9%	7,5%
Bonos del Tesoro Público	6,1%		7,4%		7,8%	
Soles	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Dólares	5,0%	8,0%	12,3%	8,0%	15,0%	8,0%
Bonos Brady	1,1%		8,2%		11,0%	
Dólares	1,1%	4,1%	8,2%	4,1%	11,0%	4,1%
ADEUDADOS	-2,9%		5,2%		7,3%	
Soles	6,3%	6,3%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%
Dólares	0,3%	3,2%	9,1%	4,9%	11,9%	4,9%
Euros	-6,9%	2,6%	10,2%	2,6%	14,2%	2,6%
Yenes	-16,6%	2,1%	-10,7%	2,0%	-13,2%	2,1%
Otros	-1,0%		6,3%		9,2%	
Total	3,3%		7,8%		9,4%	

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 septiembre 2012 a septiembre 2013, en términos de tasa efectiva anual en nuevos soles.

**Cuadro Nº 12**
Costo neto por monedas

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Rendimiento Jun13 (%)	Rendimiento Sep13 (%)	Costo Jun13 (%)	Costo Sep13 (%)	Costo neto Jun13 (%)	Costo neto Sep13 (%)
Nuevos soles	2,59%	2,46%	7,54%	7,61%	4,95%	5,15%
Dólares	4,49%	7,22%	10,59%	13,42%	6,10%	6,20%
Euros	8,80%	13,44%	12,09%	16,14%	3,29%	2,70%
Yenes	-10,88%	-13,49%	-10,68%	-13,16%	0,20%	0,33%
Otros			6,32%	9,18%	6,32%	9,18%
Total	2,59%	3,74%	7,77%	9,44%	5,18%	5,70%

Fuente: MEF-DGETP