



Ministerio de Economía y Finanzas del Perú
Vice Ministerio de Hacienda

Reporte de Activos y Pasivos

Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público

Diciembre 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. Asimismo, en abril de 2012 se aprobó la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2013-2016, conteniendo los lineamientos de política, metas y objetivo a ser observados.

En dicho contexto, desde diciembre de 2012 se viene perfeccionando la constitución de un Comité de Gestión de Activos y Pasivos que favorezca la oportuna toma de decisiones de inversión y endeudamiento, con la finalidad de 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 diciembre 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 DICIEMBRE 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

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.

su presupuesto y en la que están denominados la gran mayoría de sus ingresos tributarios y no tributarios.

2.1 Activos financieros (ahorro bruto)

Al 31 de diciembre de 2013, el total de activos financieros³ del Gobierno Central alcanzó los S/. 58 348 millones, de los que S/. 27 364 millones correspondieron a activos en moneda nacional y S/. 30 984 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 Dic2012 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Sep2013 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo Dic2013 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
POR DISPONIBILIDAD							
Disponible	27 691	53,2%	26 184	44,0%	26 155	44,8%	-0,1%
Depósitos Vista	12 923	24,8%	11 847	19,9%	10 757	18,4%	-9,2%
Depósitos a plazo	14 768	28,4%	14 337	24,1%	15 398	26,4%	7,4%
Cuentas por cobrar	3 669	7,1%	3 920	6,6%	3 412	5,8%	-13,0%
Traspasos	3 663	7,0%	3 903	6,6%	3 406	5,8%	-12,7%
Derivados	6	0,0%	16	0,0%	6	0,0%	-62,5%
Fondos restringidos	20 682	39,7%	29 395	49,4%	28 781	49,3%	-2,1%
Depósitos vista	2 413	4,6%	5 576	9,4%	4 763	8,2%	-14,6%
Depósitos a plazo	18 269	35,1%	23 819	40,0%	24 018	41,2%	0,8%
TOTAL	52 042	100%	59 498	100%	58 348	100%	-1,9%

Fuente: MEF-DGETP.

Durante el año se observó una tendencia creciente en el saldo total de activos financieros, mostrando una variación anual de 12,1% equivalente a S/. 6 306 millones. El incremento anual 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 +9,6% 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 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 N° 1).

2.2 Pasivos financieros (deuda bruta)

Al cierre de diciembre 2013 el total de pasivos financieros⁵ del Gobierno Central alcanzó un monto equivalente a S/. 88 609 millones, mayor en 2,0% al cierre del año anterior. Por jurisdicción, la deuda

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 83,5% del total de fondos restringidos al cierre de diciembre 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



externa representa el 54,6% del total, disminuyendo en 3,9% respecto al año anterior, mientras que, por su instrumento de origen, el 73,0% corresponde a valores en circulación en los mercados incrementándose en relación al año anterior en el que se ubicó en 67,5%.

En el tercer trimestre del año 2013 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 han sido pequeños, en tanto su objetivo principal es parte de la estrategia de desarrollo de mercado, estas subastas han tenido 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 N° 2
Posición en Pasivos Financieros

	Saldo Dic 12 (MM S./.)	Part. (%)	Saldo Sep 13 (MM S./.)	Part. (%)	Saldo Dic 13 (MM S./.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
POR ORIGEN							
Valores en circulación	58 627	67,5%	63 888	73,0%	64 721	73,0%	1,3%
Letras del Tesoro			123	0,1%	279	0,3%	127%
Bonos globales	24 119	27,8%	26 309	30,0%	26 469	29,9%	0,6%
Bonos soberanos	32 244	37,1%	35 352	40,4%	35 866	40,5%	1,5%
Otros bonos	2 264	11,4%	2 104	2,4%	2 106	2,4%	0,1%
Adeudados	27 211	31,3%	23 157	26,4%	23 417	26,4%	1,1%
Multilaterales	19 211	22,1%	15 704	17,9%	15 753	17,8%	0,3%
Club de París	6 185	7,1%	5 815	6,6%	5 460	6,2%	-6,1%
Otros	1 815	2,9%	1 638	1,9%	2 204	2,5%	34,5%
Cuentas por pagar	1 061	1,2%	529	0,6%	472	0,5%	-10,8%
TOTAL	86 900	100%	87 574	100%	88 609	100%	1,2%

Fuente: MEF-DGETP

2.3 Deuda pública neta

El nivel de la deuda bruta (pasivos financieros) del Gobierno Central que se alcanzó al cierre del año 2013 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 34,2% del saldo de la deuda bruta que el año anterior representaba el 40,0%. La deuda neta al cierre de diciembre 2013 era equivalente al 5,5% del PBI (Cuadro N° 3) mostrando una disminución de 1,2% respecto al año anterior, pero con un aumento trimestral y un cambio de tendencia a partir de la mitad del año. Esto se debe a la disminución en el activo total producto de la caída en el disponible ante la menor recaudación y el mantenimiento del gasto. 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.

por reservas previsionales de la ONP que corresponden al reconocimiento de aportes de los trabajadores trasladados del sistema público al sistema privado de pensiones.

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).



Cuadro N° 3
Deuda Neta del Gobierno Central

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo Dic12 (MM S/.)	Saldo Dic13 (MM S/.)	Saldo Dic12 (MM S/.)	Saldo Dic13 (MM S/.)	Saldo Dic12 (MM S/.)	Saldo Dic13 (MM S/.)
Nuevos soles	27 516	27 364	37 542	40 574	10 026	13 210
Dólares	21 832	28 606	42 180	41 339	20 348	12 734
Euros	271	299	2 428	2 920	2 157	2 621
Yenes	2 424	2 079	4 443	3 644	2 019	1 565
Otros		0	307	132	307	132
Total	52 042	58 348	86 900	88 609	34 857	30 262
Posición / PBI*	10,2%	10,8%	17,1%	16,4%	6,8%	5,5%

Fuente: MEF-DGETP

*PBI proyectado al cierre del 2013 (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 2 años con un total de S/. 7,7 millones mientras que el año anterior la brecha acumulada positiva se mantenía hasta la banda de tres años (S/. 0,9 millones). Lo que significa que el Gobierno Central, si bien cuenta con holgura suficiente para cubrir las obligaciones financieras (principal e intereses) pactadas en los siguientes dos años utilizando

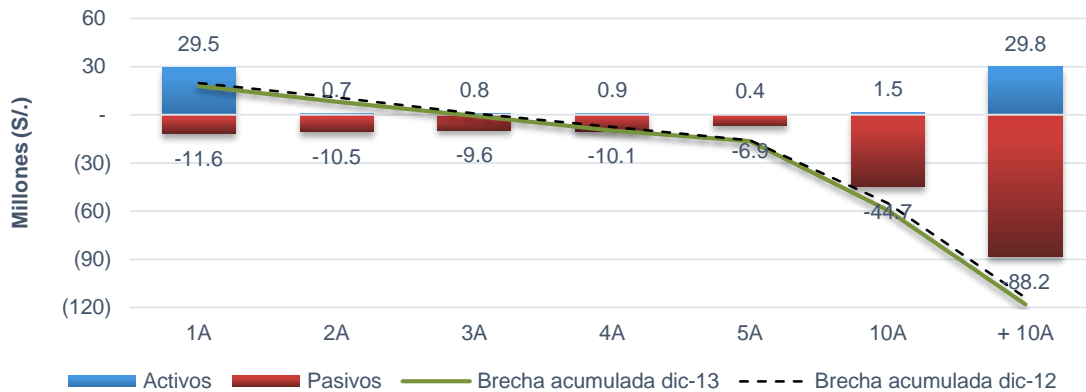
⁷ En la métrica se han incluido los saldos de activos y pasivos y los flujos de intereses futuros por cobrar y pagar bajo un criterio conservador.

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.

sus activos líquidos¹⁰, muestra una ligera disminución en los niveles de liquidez respecto al año anterior.

Gráfico N° 1
Cuadro de liquidez por plazos de vencimiento

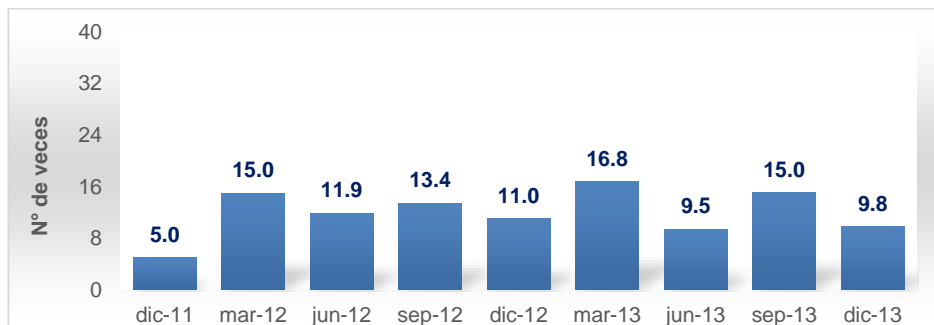


Fuente: MEF-DGETP

b. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)¹¹

El RCL al cierre de diciembre 2013 es mayor a 1, con un valor de 9,8 mostrando una disminución respecto al año anterior, cuando cerró en 11,0. Esta variación refleja el menor nivel de activos líquidos que mantiene el Tesoro respecto al año anterior, ante la caída en la recaudación observada a partir del segundo semestre del año. A pesar de la disminución, 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.

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.

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.



Cuadro N° 4
Duración de los Activos Financieros

	Saldo Dic 2012 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Sep 2013 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Dic 2013 (MM S/.)	Duración (años)
<u>POR DISPONIBILIDAD</u>						
Disponible	27 691	0,2	26 184	0,2	26 155	0,2
Dep. vista	12 923	0,0	11 847	0,0	10 757	0,0
Dep. plazo	14 768	0,3	14 337	0,3	15 398	0,4
Ctas x cobrar	3 669	5,2	3 920	4,7	3 412	4,8
Trasposos	3 663	5,2	3 903	4,7	3 406	4,8
Derivados	6		16		6	
F.restringidos	20 682	0,5	29 395	0,5	28 781	0,4
Dep. vista	2 413	0,0	5 576	0,0	4 763	0,0
Dep. a plazo	18 269	0,6	23 819	0,6	24 018	0,5
TOTAL	52 042	0,65	59 498	0,64	58 348	0,59

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 una reducción respecto al año anterior, equivalente a 0,06 año (Cuadro N° 4). Por otro lado, la duración de los pasivos ha mostrado una disminución de 1,23 años respecto al año anterior.

Cuadro N° 5
Duración de los Pasivos Financieros

	Saldo Dic 2012 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Sep 2013 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo Dic 2013 (MM S/.)	Duración (años)
<u>POR ORIGEN</u>						
Val. circulación	58 627	9,08	63 888	8,09	64 721	7,58
Letras del Tesoro			123	0,49	279	0,44
B. globales	24 119	9,57	26 309	8,26	26 469	7,84
B. soberanos	32 244	8,80	35 352	8,08	35 866	7,53
Otros bonos	2 264	7,76	2 104	6,55	2 106	6,19
Adeudados	27 211	5,15	23 157	4,99	23 417	4,81
Multilaterales	19 211	5,32	15 704	5,29	15 753	5,13
Club de París	6 185	5,35	5 815	4,90	5 460	4,81
Otros	1 815	2,71	1 638	2,46	2 204	2,54
Ctas x pagar	1 061		529		472	
TOTAL	86 900	8,08	87 574	7,26	88 609	6,85

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.

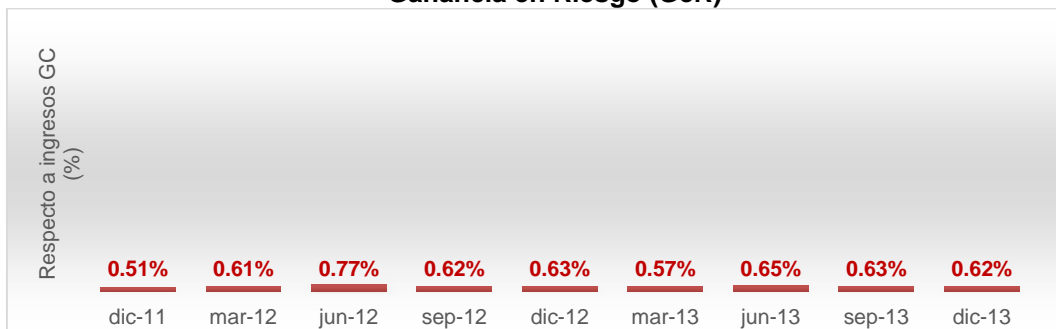
¹² Equivalen al plazo promedio de reembolso del principal e intereses en términos de valor presente.

a. Ganancia en riesgo (GER)

El indicador de Ganancia en Riesgo medido al cierre de diciembre 2013 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/. 637 millones equivalente al 0,62% de los Ingresos del Gobierno Central o al 0,12% del PBI¹³. El indicador GER de diciembre 2012 fue de S/. 611 millones.

Durante el tercer trimestre del año se produjo una disminución en la tasa de referencia del BCRP en 25 puntos básicos, manteniéndose en 4,0% en la última parte del año, el BCRP podría disminuir la tasa de referencia durante el 2014 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 se reprecia-rán 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) por lo que se debería optimizar el costo de oportunidad de los activos de muy corto plazo que mantiene el Tesoro.

Gráfico N° 3
Ganancia en Riesgo (GeR)

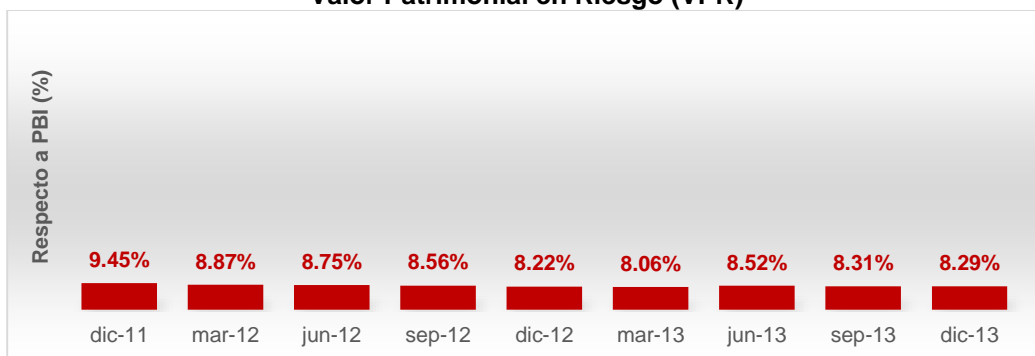


Fuente: MEF-DGETP

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.

Gráfico N° 4
Valor Patrimonial en Riesgo (VPR)



Fuente: MEF-DGETP

Al cierre del año 2013, ante una variación negativa de 200 puntos básicos en la curva de tasas de interés (escenario de riesgo), el indicador de VPR fue de S/. 44 831 millones, equivalente a 8,29% del PBI, ligeramente mayor al resultado del indicador del año anterior de 8,22%. De acuerdo a la estructura de balance del Gobierno Central, este estaría expuesto a una disminución en el nivel de las tasas

¹³ Los ingresos y el PBI utilizados son los proyectados al cierre del 2013 de acuerdo al MMM 2014 – 2016.



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.

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 Dic2012 (%)	Participación Sep2013 (%)	Participación Dic2013 (%)
Activos	S/. 52 042 MM	S/. 59 498 MM	S/. 58 348 MM
Disponible	53,2%	44,0%	44,8%
Soles	50,2%	41,0%	39,9%
Dólares	2,9%	3,0%	4,9%
Euros	0,1%	0,0%	0,0%
Cuentas por Cobrar	7,1%	6,6%	5,8%
Traspasos	7,0%	6,6%	5,8%
Soles	0,3%	0,8%	0,4%
Dólares	1,6%	1,5%	1,5%
Euros	0,4%	0,4%	0,4%
Yenes	4,6%	3,9%	3,6%
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	39,7%	49,4%	49,3%
Soles	2,4%	8,4%	6,6%
Dólares	37,4%	41,0%	42,6%
Euros	0,0%	0,0%	0,1%
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

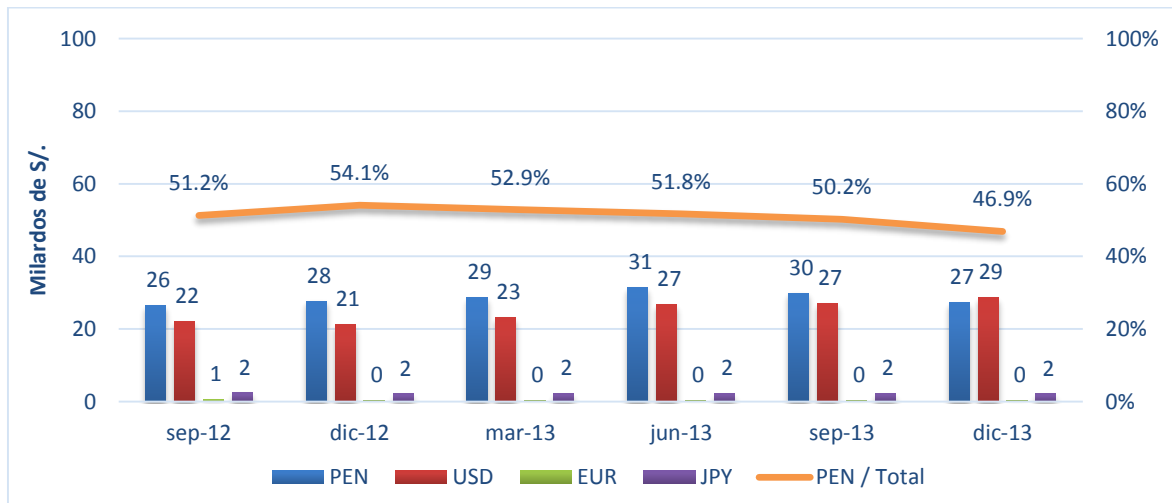
	Participación Dic-12 (%)	Participación Sep-13 (%)	Participación Dic-13 (%)
Pasivos	S/. 86 900 MM	S/. 87 574 MM	S/. 88 609 MM
Valores en circulación	67,5%	73,0%	73,0%
Soles	39,2%	42,3%	42,6%
Dólares	27,1%	29,4%	29,2%

Euros	1,2%	1,3%	1,3%
Adeudados	31,3%	26,4%	26,4%
Soles	2,8%	2,6%	3,2%
Dólares	21,4%	17,4%	17,3%
Euros	1,6%	1,7%	1,7%
Yenes	5,1%	4,5%	4,1%
Otros	0,4%	0,2%	0,1%
Derivados (*)	1,2%	0,6%	0,5%
Dólares	0,5%	0,2%	0,2%
Euros	0,7%	0,3%	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

La estructura de los activos por monedas tuvo al nuevo sol como principal componente hasta el tercer trimestre del 2013 con una participación del 50,2% respecto del total. Al cierre del año, la participación del nuevo sol fue de 46,9%, cediendo terreno ante los activos en dólares estadounidenses que lograron una participación de 49%. A partir del segundo trimestre del 2013, la participación de los activos en moneda nacional comenzó a disminuir respecto del total de activos ante el crecimiento de los activos en moneda extranjera expresados en moneda nacional por la depreciación cambiaria y aumento de saldos.

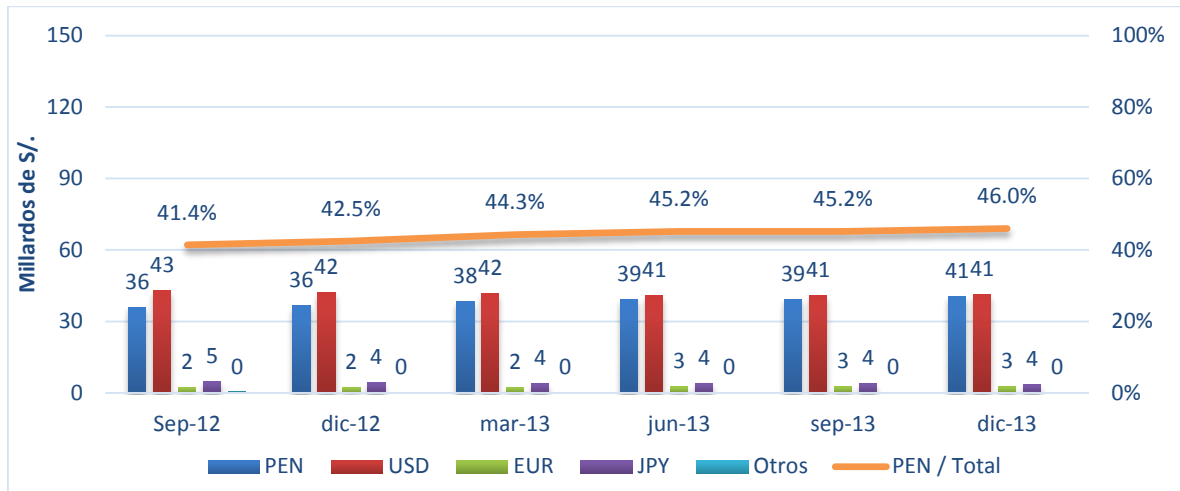
Gráfico N° 5
Composición de activos por monedas



Fuente: MEF-DGETP

Por otro lado, la estructura de pasivos por monedas tiene como principal componente al dólar estadounidense con una participación de 46,7%, ligeramente superior a la participación del nuevo sol, que al cierre del año se situó en 46,0%. La participación del dólar estadounidense ha venido disminuyendo durante el año, cediéndole espacio a los pasivos en nuevos soles. Esta caída está alineada con las nuevas políticas de la EGGAP.

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 50,4%, y la participación del dólar estadounidense se reduce a 45,1%, 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.

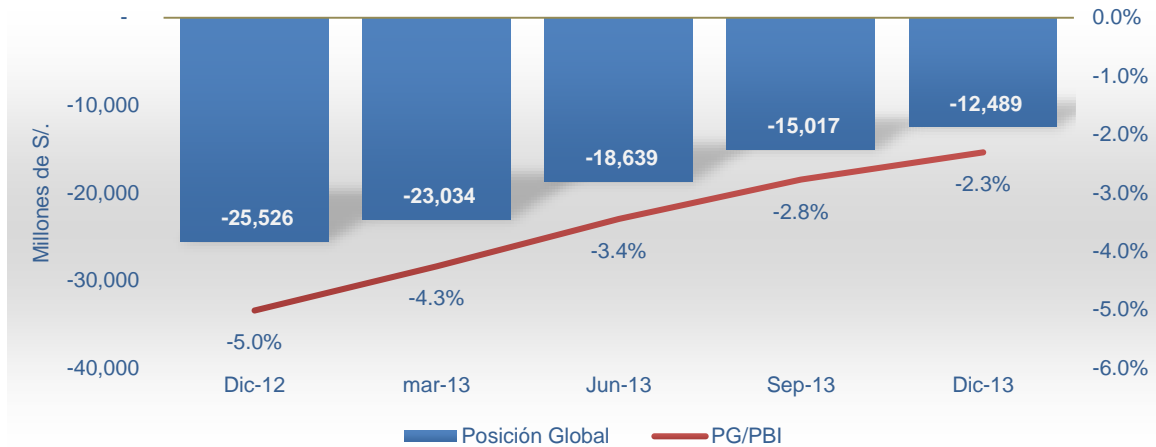
Luego de que el nuevo sol se viera fortalecido durante el 2012 por las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados, durante el año 2013 se mantuvo la incertidumbre, iniciada en el segundo trimestre del año, ante las expectativas del mercado respecto a la finalización del estímulo monetario de la FED. Esta situación ha depreciado fuertemente las monedas de economías emergentes, si bien el nuevo sol peruano fue una de las monedas menos perjudicadas también se vio afectada. Durante el año 2013 el tipo de cambio PEN/USD ha disminuido en 9,6%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 del año, el Gobierno Central muestra una posición al contado de sobreventa equivalente a S/. 16 586 millones, conformado principalmente por dólares estadounidenses, la posición al contado es menor en S/. 9 247 millones respecto a la del cierre del año 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 del año 2013, el Gobierno Central muestra una posición global de sobreventa (pasivos netos) equivalente a S/. 12 489 millones (2,3% del PBI) conformado principalmente por dólares estadounidenses, la cual ha disminuido respecto al cierre del año anterior en S/. 13 038 millones.

¹⁴ Tipo de cambio contable extraído de la SBS.

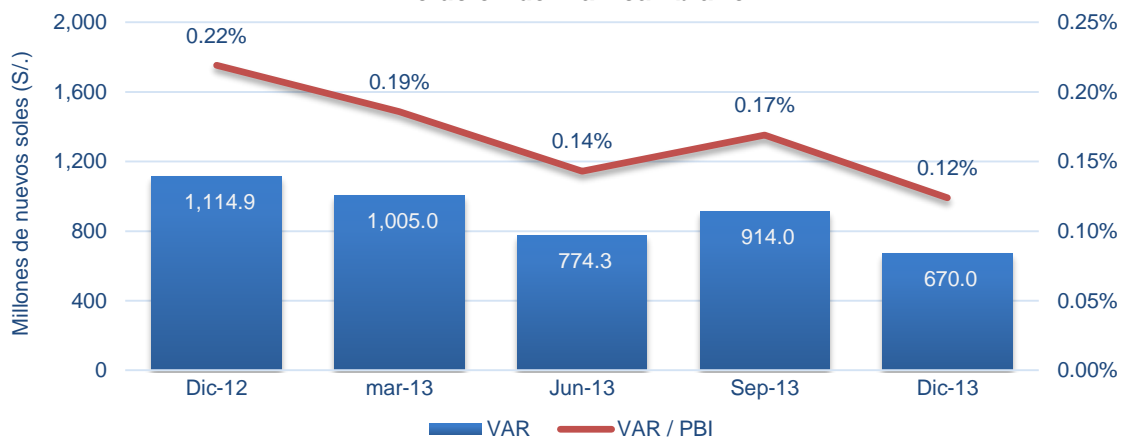
Gráfico N° 7
Posición de cambio


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 del 2013 es de S/. 670 millones, equivalente al 0,12% del PBI con una significativa disminución de 1,0% respecto 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	Dic-12		Sep-13		Dic-13	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
Disponible	27 691	54,0%	26 184	44,0%	26 155	44,8%
Banco Central de Reserva Perú	23 983	46,8%	22 414	37,7%	21 147	36,2%
Banco de la Nación	3 708	7,2%	3 745	6,3%	4 982	8,5%
Otros		0,0%	25	0,0%	25	0,0%
Cuentas por cobrar	2 883	5,6%	3 920	6,6%	3 412	5,8%
Entidades públicas no financieras	3 663	5,6%	3 903	6,6%	3 406	5,8%
Entidades de inversión	6	0,0%	16	0,0%	6	0,0%
Fondos Restringidos	20 682	40,4%	29 395	49,4%	28 781	49,3%
Banco Central de Reserva Perú	20 532	40,1%	29 330	49,3%	28 671	49,1%
Banco de la Nación	150	0,3%	65	0,1%	109	0,2%
Total	52 042	100%	59 498	100%	58 348	100%

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	Dic2012		Sep2013		Dic2013	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
Valores en circulación	58 627	67,5%	63 888	73,0%	64 721	73,0%
Tenedores residentes	16 236	18,7%	17 092	19,6%	19 492	22,0%
Tenedores no residentes	42 391	48,8%	46 796	53,4%	45 228	51,0%
Adeudos	28 272	32,5%	23 686	27,0%	23 889	27,0%
Organismos multilaterales	19 211	22,1%	15 704	17,9%	15 753	17,8%
Club de París	6 185	7,1%	5 815	6,6%	5 460	6,2%
Otros organismos	1 815	2,1%	1 638	1,9%	2 204	2,5%
Entidades de inversión	1 061	1,2%	529	0,6%	472	0,5%
Total	86 900	100%	87 574	100%	88 609	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 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 diciembre 2012 y diciembre 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 del estímulo cuantitativo, han generado un incremento periódico del 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 bajas.

Así, el rendimiento equivalente promedio anual del total de activos financieros expresados en nuevos soles a diciembre 2013 fue de 4,9% incrementándose respecto al del trimestre anterior en que se ubicó en 3,7% y también frente al año anterior en que se ubicó en -0.9%.

Cuadro N° 10
Rendimiento de activos financieros

	Dic-12		Sep-13		Dic-13	
	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)
Disponible	2.1%		2.9%		2.9%	
Nuevos soles	3.1%	3.1%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
Dólares	-5.3%	0.1%	7.0%	0.1%	9.3%	0.0%
Euros	-4.9%	0.1%	11.5%	0.0%	12.4%	0.0%
Cuentas por cobrar	-2.8%		-6.0%		-3.6%	
Nuevos Soles	4.5%	4.5%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
Dólares	-3.4%	2.2%	9.2%	2.2%	11.5%	2.1%
Euros	3.2%	2.3%	14.1%	2.3%	14.5%	1.9%
Yenes	-4.4%	1.9%	-13.5%	1.6%	-11.7%	1.6%
SCP	-2.5%	2.9%	9.0%	3.0%	11.2%	3.1%
Fondos restringidos	-4.4%		6.2%		8.2%	
Nuevos soles	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Dólares	-5.4%	0.1%	7.2%	0.2%	9.4%	0.2%
Euros	-4.9%	0.1%	11.5%	0.0%	12.4%	0.0%
Total	-0.9%		3.7%		4.9%	

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 diciembre 2013 fue de 10,7%, mostrando un incremento respecto al cierre del año anterior en que se ubicó en 2,6%.

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

	Dic-12		Sep-13		Dic-13	
	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)
Valores en circulación	5.4%		10.5%		11.4%	
Letras del Tesoro			4.2%		4.0%	
Soles			4.2%		4.0%	
Bonos Soberanos	7.9%		7.7%		7.7%	
Soles	7.9%	7.9%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
Bonos Globales	2.3%		14.5%		16.9%	
Dólares	2.1%	7.6%	14.4%	7.4%	16.7%	7.4%
Euros	8.1%	7.5%	18.9%	7,5%	19.9%	7,5%
Bonos del Tesoro Público	5.7%		7.8%		8.2%	
Soles	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
Dólares	2.4%	8.0%	15.0%	8,0%	17.3%	8,0%
Bonos Brady	-2.0%		11.0%		13.3%	
Dólares	-2.0%	3.6%	11.0%	4.1%	13.3%	4.1%
Adeudados	-2.7%		7.3%		9.1%	
Soles	6.6%	6.6%	6.2%	6.2%	6.3%	6.2%
Dólares	-2.9%	2.6%	11.9%	4.9%	13.7%	4.9%
Euros	3.2%	2.6%	14.2%	2,6%	15.0%	2,6%
Yenes	-4.2%	2.1%	-13.2%	2.1%	-11.2%	2.1%
Otros	-2.5%		9.2%		11.9%	
Total	2.6%		9.4%		10.7%	

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

Cuadro N° 12
Costo neto por monedas

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Rentabilidad Dic12 (%)	Rentabilidad Dic13 (%)	Costo Dic12 (%)	Costo Dic13 (%)	Costo neto Dic12 (%)	Costo neto Dic13 (%)
Nuevos soles	3.1%	2.5%	7.7%	7.5%	4.6%	5.1%
Dólares	-3.7%	7.2%	-0.1%	15.6%	3.6%	8.4%
Euros	-2.0%	14.2%	5.2%	17.1%	7.2%	2.9%
Yenes	-4.4%	-11.7%	-4.2%	-11.2%	0.2%	0,4%
Otros	-2.5%	11.2%	-2.5%	11.9%	0.0%	0.7%
Total	-0.9%	4.9%	2.6%	10.7%	3.5%	5.8%

Fuente: MEF-DGETP