



**Ministerio de Economía y Finanzas del Perú**  
**Vice Ministerio de Hacienda**

# **Reporte de Activos y Pasivos**

**Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público**

Diciembre 2014



## **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**

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

La Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público tiene entre sus objetivos estratégicos establecidos en el PEI 2012 - 2016, la mejora de la gestión de los recursos públicos y el manejo eficiente de la deuda pública como parte de una gestión global de activos y pasivos. Asimismo, en mayo de 2013 y en julio de 2014 se aprobó la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos para el periodo 2013-2016 y su actualización para el periodo 2014-2017, conteniendo los lineamientos de política, metas y objetivo a ser observados.

Asimismo, en diciembre de 2013 se creó el Comité de Gestión de Activos y Pasivos como instancia que define los lineamientos y acciones para una adecuada gestión global de los activos y pasivos que conforman la Hacienda Pública y buscar lograr progresivamente una gestión más eficiente de las decisiones de inversión y endeudamiento.

Por tanto, el presente informe tiene como objetivo realizar el seguimiento y evaluación al cierre de DICIEMBRE del 2014 de la gestión global de activos y pasivos financieros y del riesgo estructural de balance asociado, en el marco de un manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas.

### **2. LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL AL CIERRE DE DICIEMBRE 2014**

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

Según las normas internacionales para las estadísticas fiscales, la definición de Gobierno Central utilizada aquí para determinar la cobertura de los activos y pasivos financieros relevantes corresponde a la del Gobierno Central presupuestario<sup>1</sup> 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)<sup>2</sup>.

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

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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 2014, el total de activos financieros<sup>3</sup> del Gobierno Central alcanzó los S/. 64 920 millones, de los que S/. 27 937 millones correspondieron a activos en moneda nacional y S/. 36 983 millones en moneda extranjera compuestos principalmente por fondos de Recursos Ordinarios (RO) y por el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF), respectivamente<sup>4</sup>.

**Cuadro N° 1**  
**Posición en Activos Financieros**

	Saldo dic-2013 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo set-2014 (MM S/.)	Par. (%)	Saldo dic-2014 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
<b><u>POR DISPONIBILIDAD</u></b>							
<b>Disponible</b>	<b>26 155</b>	<b>44,8%</b>	<b>31,102</b>	<b>46,8%</b>	<b>28 037</b>	<b>43,2%</b>	<b>-9,9%</b>
Depósitos Vista	10 757	18,4%	10 978	16,5%	10 029	15,4%	-8,6%
Depósitos a plazo	15 398	26,4%	20 124	30,3%	18 008	27,7%	-10,5%
<b>Cuentas por cobrar</b>	<b>3 412</b>	<b>5,8%</b>	<b>3 400</b>	<b>5,1%</b>	<b>3 238</b>	<b>5,0%</b>	<b>-4,8%</b>
Trasposos	3 406	5,8%	3 390	5,1%	3 224	5,0%	-4,9%
Derivados	6	0,0%	10	0,0%	13	0,0%	40,0%
<b>Fondos restringidos</b>	<b>28 871</b>	<b>49,3%</b>	<b>31 900</b>	<b>48,0%</b>	<b>33 645</b>	<b>51,8%</b>	<b>5,5%</b>
Depósitos vista	4 763	8,2%	5 421	8,2%	6 268	8,7%	15,6%
Depósitos a plazo	24 018	41,2%	26 478	39,9%	27 377	42,2%	3,4%
<b>TOTAL</b>	<b>58 348</b>	<b>100,0%</b>	<b>66 401</b>	<b>100,0%</b>	<b>64 920</b>	<b>100,0%</b>	<b>-2,2%</b>

Fuente: MEF-DGETP.

Durante los últimos 12 meses se apreció una tendencia creciente en el saldo total de activos financieros, mostrando una variación anual de +11,3% equivalente a S/. 6 572 millones. Particularmente, durante el último trimestre (sep-14 a dic-14) se produjo una ligera disminución en el total de activos financieros que pasó de S/. 66 401 millones a S/. 64 920 millones, rompiendo la tendencia trimestral creciente de los activos durante el 2014. El incremento anual se explica principalmente por dos factores: (i) la aplicación de la regla fiscal para el año 2014 que establecía que el Resultado Económico del Sector Público No Financiero (SPNF) no podía ser deficitario permitiendo que el Tesoro acumule un nivel importante de ahorro en moneda nacional que se ve reflejado en la cuenta disponible y (ii) las variaciones en el tipo de cambio del dólar que durante el periodo de dic-13 a dic-14, subió +6,9% dicho cambio impactó en el valor del FEF que, representa el 81,4% de la cuenta fondos restringidos y se compone únicamente por depósitos en dólares estadounidenses en el BCRP. 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 2014, el total de pasivos financieros<sup>5</sup> del Gobierno Central alcanzó un monto equivalente a S/. 98 080 millones, mayor en +10.7% al registrado al cierre del año anterior. Por

<sup>3</sup> En sentido estricto, al total de activos financieros del Gobierno Central falta incorporarle el valor de su participación accionaria en las diferentes empresas públicas, el mismo que no ha sido incluida por no contarse aún con información auditada al cierre de 2013. Así, este total no incluye los activos financieros de los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales ni los de las empresas públicas, financieras o no financieras, así como tampoco los de las entidades del Gobierno Central extrapresupuestario.

<sup>4</sup> Los fondos de Recursos Ordinarios (RO) representan el 42% del total del saldo de la cuenta Disponible y el Fondo de Estabilización Fiscal equivale al 81.4% del total de fondos restringidos al cierre de diciembre 2014.

<sup>5</sup> 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

jurisdicción, la deuda externa representa el 50,0% del total, mostrando una disminución respecto a diciembre 2013 cuando la deuda externa representó el 54,6%; mientras que, por su instrumento de origen, el 74,9% corresponde a valores en circulación en los mercados incrementándose respecto a diciembre del 2013 en el que se ubicó en 73,0%.

Cabe resaltar que en el tercer trimestre del año 2013 se inició al cumplimiento del Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro 2013-2014 con una emisión intersemanal de letras del tesoro y de bonos nominales y reales (indexados a la inflación), el mismo que terminó en el segundo trimestre del 2014 y a partir del tercer trimestre del 2014 se comenzó con el Programa 2014-2015 con una emisión semanal de bonos con el objetivo de brindar una señal periódica de los puntos de referencia de la curva soberana al mercado y los participantes del mercado. A partir del 2015 se duplicará la periodicidad de emisión de las letras, realizándose subastas semanales.

Dado que los montos totales emitidos son aún pequeños, porque su objetivo principal es el desarrollo de mercado interno y la más frecuente formación de precios, estas subastas ordinarias tienen una contribución limitada sobre cambios en la estructura de fondeo del Gobierno Central. Por ello, complementariamente a las subastas ordinarias, se tienen previstas subastas especiales diseñadas para que el Tesoro se financie cuando las condiciones de mercado sean favorables y para cambiar la estructura de fondeo de la República.

**Cuadro Nº 2**  
**Posición en Pasivos Financieros**

	Saldo dic-13 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo set-14 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo dic-14 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
<b><u>POR ORIGEN</u></b>							
<b>Valores en circulación</b>	<b>64 721</b>	<b>73,0%</b>	<b>68 796</b>	<b>73,9%</b>	<b>73 472</b>	<b>74,9%</b>	<b>6,8%</b>
Letras del Tesoro	279	0,3%	533	0,6%	476	0,5%	-10,7%
Bonos globales	26 469	29,9%	27 291	29,3%	27 114	27,6%	-0,6%
Bonos soberanos	35 866	40,5%	38 815	41,7%	43 749	44,6%	12,7%
Otros bonos	2 106	2,4%	2 157	2,3%	2 132	2,2%	-1,2%
<b>Adeudados</b>	<b>23 417</b>	<b>26,4%</b>	<b>23 709</b>	<b>25,5%</b>	<b>24 490</b>	<b>25,0%</b>	<b>3,3%</b>
Multilaterales	15 753	17,8%	16 169	17,4%	16 694	17,0%	3,2%
Club de Paris	5 460	6,2%	5 115	5,5%	4 858	5,0%	-4,9%
Otros	2 204	2,5%	2 424	2,6%	2 938	3,0%	21,2%
<b>Cuentas por pagar</b>	<b>472</b>	<b>0,5%</b>	<b>531</b>	<b>0,6%</b>	<b>118</b>	<b>0,1%</b>	<b>-77,7%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>88 609</b>	<b>100%</b>	<b>93 036</b>	<b>100%</b>	<b>98 080</b>	<b>100%</b>	<b>5,4%</b>

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 diciembre 2014 se vio 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.

---

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



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

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo dic-13 (MM S/.)	Saldo dic-14 (MM S/.)	Saldo dic-13 (MM S/.)	Saldo dic-14 (MM S/.)	Saldo dic-13 (MM S/.)	Saldo dic-14 (MM S/.)
Nuevos soles	27 364	27 937	40 574	49 388	13 210	21 451
Dólares	28 606	34 871	41 339	44 033	12 733	9 161
Euros	299	249	2 920	1 440	2 621	1 190
Yenes	2 079	1 862	3 644	3 130	1 565	1 268
Otros	0	0	132	90	132	90
<b>Total</b>	<b>58 348</b>	<b>64 920</b>	<b>88 609</b>	<b>98 080</b>	<b>30 261</b>	<b>33 161</b>
Posición / PBI*	10,7%	11,3%	16,2%	17,0%	5,5%	5,8%
Posición / Ingresos GC	56,5%	59,5%	85,4%	89,7%	29,3%	30,4%

Fuente: MEF-DGETP

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

\*\* Ingresos del Gobierno Central publicados por el Banco Central – Cuadros históricos N° 108.

En ese sentido, la deuda neta representa alrededor del 33.8% del saldo de la deuda bruta, aunque el año anterior representó el 34.2%. Al cierre de diciembre de 2014, la deuda neta era equivalente al 5.8% del PBI (Cuadro N° 3) mostrando un incremento de +0,3% respecto al año anterior. Esto se debe al menor ritmo de crecimiento de los activos cuyo incremento anual fue de S/. 6 572 millones (liderado por los depósitos a plazo en moneda nacional) respecto del de los pasivos cuyo incremento fue de (S/. 9 477 millones)<sup>6</sup>. Además, en relación a los ingresos públicos del GC la deuda neta se incrementó +1,1%, debido a que el incremento de la deuda neta (+9,6%) fue superior al incremento de los ingresos del GC (5,8%).

### 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 vigilancia 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 financiero<sup>7</sup> y muestra las brechas acumuladas que se generan de acuerdo

<sup>6</sup> En el indicador Deuda neta respecto al PBI, el PBI utilizado es tomado del MMM. Para el año 2013 fue de S/. 541 millones y el proyectado al 2014 es de S/. 585 millones. Los ingresos del GC para el año 2013 ascendieron a S/103,203 millones y a S/.109,172 millones para el año 2014.

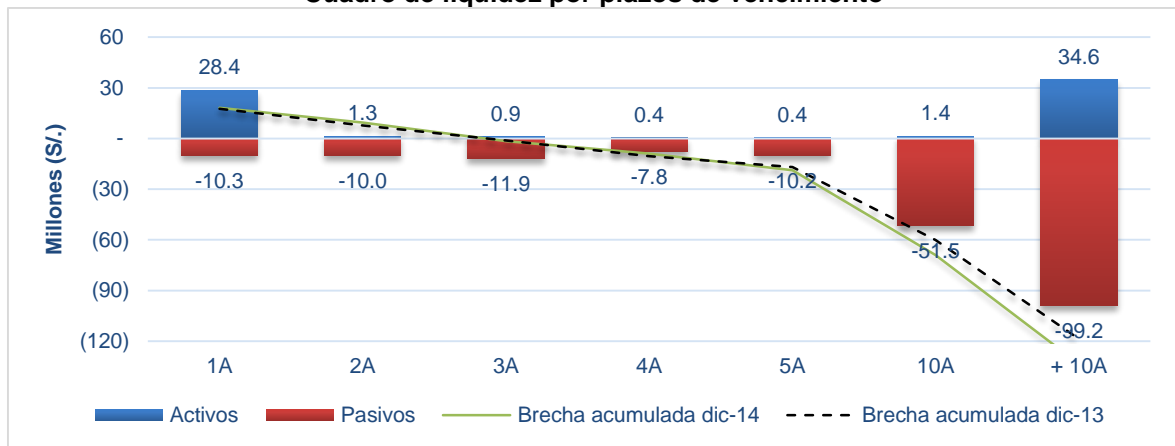
<sup>7</sup> En la métrica se han incluido los saldos de activos y pasivos y los flujos de intereses futuros por cobrar y pagar bajo un criterio conservador.

a los vencimientos distribuidos por bandas de tiempo y el Ratio de Cobertura de Liquidez (RCL)<sup>8</sup>, 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 total<sup>9</sup> es positivo hasta la banda temporal de dos años con un total de S/. 9,4 millardos mientras que el año anterior se ubicaba en la misma banda con un nivel de S/. 7,7 millardos. Lo que significa que el Gobierno Central, cuenta con holgura suficiente para cubrir las obligaciones financieras (principal e intereses) pactadas en los siguientes dos años utilizando sus activos líquidos<sup>10</sup>.

**Gráfico N° 1**  
**Cuadro de liquidez por plazos de vencimiento**



Fuente: MEF-DGETP

b. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)<sup>11</sup>

El RCL al cierre de diciembre 2014 es mayor a 1, con un valor de 7,9 veces mostrando una disminución respecto a diciembre 2013, cuando cerró en 9,8 veces. Esta variación refleja principalmente la caída de los activos líquidos en moneda nacional que disminuyeron en -3.1% en el último año, mientras que los pasivos de corto plazo aumentaron en +1.9%. 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, pero es importante tener en cuenta que los altos niveles de liquidez que se mantienen tienen un alto costo reflejado en los bajos niveles de rentabilidad que obtiene el Tesoro Público.

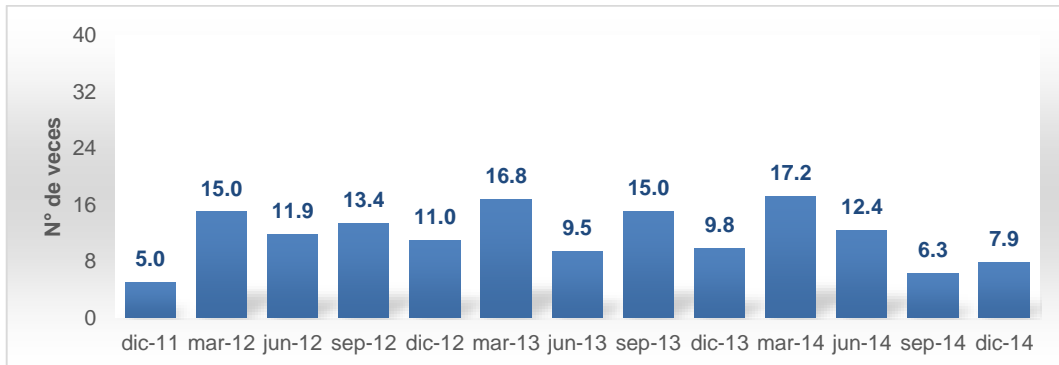
<sup>8</sup> Medida recomendada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para el seguimiento y control del riesgo de liquidez en las entidades financieras al que se le ha realizado un ajuste para que se incluyan los flujos salientes en 90 días y no solamente de 30 días.

<sup>9</sup> Activos y pasivos en moneda nacional y moneda extranjera.

<sup>10</sup> 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.

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

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



Fuente: MEF-DGETP

### 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 dic-2013 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo set-2014 (MM S./.)	Duración (años)	Saldo dic-2014 (MM S./.)	Duración (años)
<b><u>POR DISPONIBILIDAD</u></b>						
<b>Disponible</b>	<b>26 155</b>	<b>0,2</b>	<b>31,102</b>	<b>0,2</b>	<b>28,037</b>	<b>0,2</b>
Dep. vista	10 757	0,0	10 978	0,0	10 029	0,0
Dep. plazo	15 398	0,4	20 124	0,4	18 008	0,3
<b>Ctas x cobrar</b>	<b>3 412</b>	<b>4,8</b>	<b>3 400</b>	<b>4,9</b>	<b>3 238</b>	<b>5,0</b>
Traspasos	3 406	4,8	3 390	4,9	3 224	4,9
Derivados	6		10		13	
<b>F.restringidos</b>	<b>28 781</b>	<b>0,4</b>	<b>31 900</b>	<b>0,4</b>	<b>33 645</b>	<b>0,3</b>
Dep. vista	4 763	0,0	5 421	0,0	6 268	0,0
Dep. a plazo	24 018	0,5	26 478	0,5	27 377	0,4
<b>TOTAL</b>	<b>58 348</b>	<b>0,59</b>	<b>66 401</b>	<b>0,55</b>	<b>64 920</b>	<b>0,49</b>

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 duraciones<sup>12</sup>. Así, en el Cuadro N°5 se observa que la duración de los activos ha mostrado una ligera disminución respecto al año anterior, equivalente a 51 días. Por otro lado, la duración de los pasivos presentó un incremento equivalente a 0.31 años entre diciembre 2013 y diciembre 2014.

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



**Cuadro N° 5**  
**Duración de los Pasivos Financieros**

	Saldo dic-2013 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo set-2014 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo dic-2014 (MM S/.)	Duración (años)
<b>POR ORIGEN</b>						
<b>Val. circulación</b>	<b>64 721</b>	<b>7,58</b>	<b>68 796</b>	<b>7,94</b>	<b>73 472</b>	<b>7,97</b>
Letras del Tesoro	279	0,44	533	0,40	476	0,34
B. globales	26 469	7,84	27 291	8,33	27 114	8,52
B. soberanos	35 866	7,53	38 815	7,85	43 749	7,78
Otros bonos	2 106	6,19	2 157	6,35	2 132	6,45
<b>Adeudados</b>	<b>23 417</b>	<b>4,81</b>	<b>23 709</b>	<b>4,78</b>	<b>24 490</b>	<b>4,73</b>
Multilaterales	15 753	5,13	16 169	5,08	16 694	5,06
Club de Paris	5 460	4,81	5 115	4,76	4 858	4,85
Otros	2 204	2,54	2 424	2,77	2 938	2,65
<b>Ctas x pagar</b>	<b>472</b>		<b>531</b>		<b>118</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>88 609</b>	<b>6,85</b>	<b>93 036</b>	<b>7,13</b>	<b>98 080</b>	<b>7,16</b>

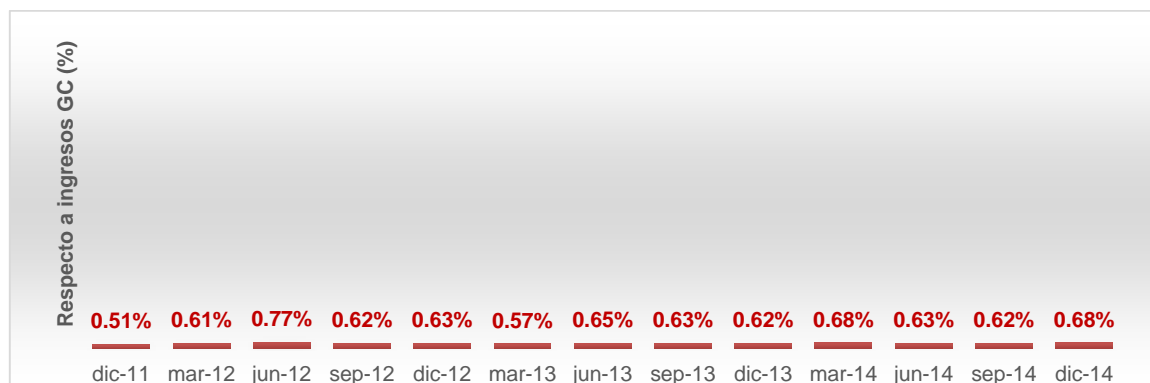
Fuente: MEF-DGETP

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 diciembre 2014 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/. 745 millones equivalente al 0,68% de los Ingresos del Gobierno Central o al 0,13% del PBI. El indicador GER de diciembre 2013 fue de S/. 637 millones.

**Gráfico N° 3**  
**Ganancia en Riesgo (GeR)**



Fuente: MEF-DGETP

El BCRP ha disminuido la tasa de referencia durante el 2014, así desde diciembre 2013 hasta diciembre 2014 disminuyó la tasa de referencia en 50 puntos básicos, este comportamiento podría continuar si las condiciones económicas que afronte el Perú así lo ameritan. Esto junto con la brecha positiva que indica que se tiene un exceso neto de activos que repreciarán en el corto plazo, implican la posibilidad de que se continúe produciendo un impacto negativo, derivado de un movimiento de tasas de interés adverso (caída de tasas), por lo que es necesario optimizar el costo de oportunidad de los activos de corto plazo renegociando las condiciones establecidas en el contrato de depósitos



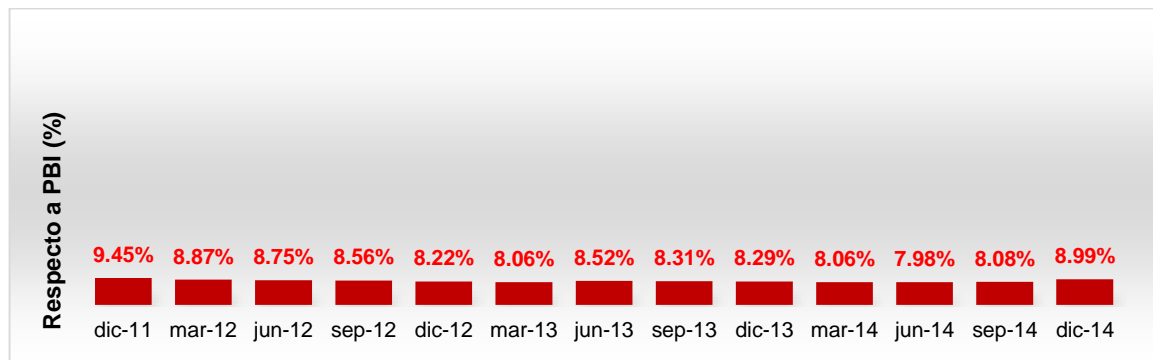
a plazo con el BCRP para que, al igual que en México, se le reditúe al Tesoro con una tasa superior a la tasa de referencia del Banco Central.

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 diciembre de 2014, 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/. 51 781 millones, equivalente a 8.99% del PBI, mayor al resultado del indicador de diciembre 2013 de 8.29%. 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 bonos de la República emitidos en el pasado y que actualmente cotizan muy sobre la par. Sin embargo, durante el 2014 se observó una subida en los rendimientos de los instrumentos de economías emergentes, se espera que esta tendencia se acentúe una vez que las principales potencias comiencen a cambiar sus políticas monetarias expansivas, como ya lo viene haciendo Estados Unidos.

**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.

Al cierre de diciembre de 2014, la participación de los activos en soles dentro del total de activos fue de 43,0%, por debajo de la participación de los activos en dólares que fue de 53,7%. A partir del segundo trimestre del 2013, la participación de la moneda nacional respecto del total comenzó a disminuir ante el crecimiento de los activos en moneda extranjera expresados en moneda nacional por la depreciación cambiaria y por aumento de saldos. Esta tendencia se revertió durante los tres primeros trimestres del 2014, cambiando en el último trimestre del año ante la variación cambiaria, la caída en los ingresos en moneda nacional y la colocación de los recursos obtenidos por la emisión internacional de bonos globales en depósitos a plazo en dólares.

**Cuadro N° 6**  
**Posición de los Activos Financieros por Monedas**

Monedas	Participación dic-2013 (%)	Participación set-2014 (%)	Participación dic-2014 (%)
<b>Activos</b>	<b>S/. 58 348 MM</b>	<b>S/. 66 401MM</b>	<b>S/. 64 920 MM</b>
<b>Disponibles</b>	<b>44,8%</b>	<b>46,8%</b>	<b>43,2%</b>
Nuevos Soles	39,9%	44,1%	34,7%
Dólares	4,9%	2,7%	8,4%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cuentas por Cobrar</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,0%</b>
Nuevos Soles	0,4%	0,4%	0,3%
Dólares	1,5%	1,3%	1,4%
Euros	0,4%	0,4%	0,4%
Yenes	3,6%	3,0%	2,9%
Otros	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Derivados (*)</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Dólares	0,0%	0,0%	0,0%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Yenes	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Fondos Restringidos</b>	<b>49,3%</b>	<b>48,0%</b>	<b>51,8%</b>
Nuevos Soles	6,6%	6,7%	8,0%
Dólares	42,6%	41,3%	43,8%
Euros	0,1%	0,0%	0,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

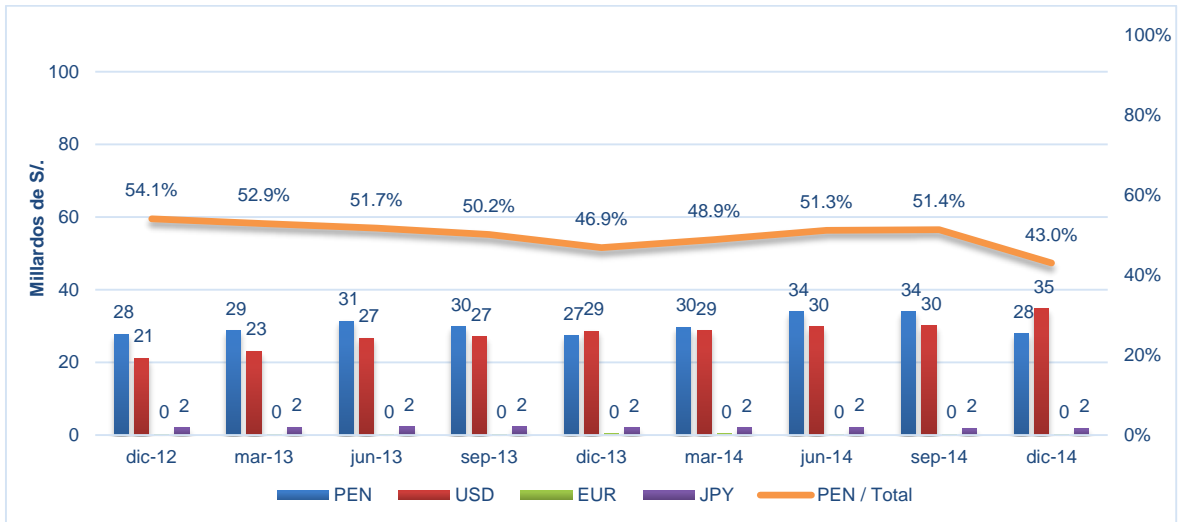
(\*) Derivados registrados a valor razonable.  
Fuente: MEF-DGET

**Cuadro N° 7**  
**Posición de los Pasivos Financieros por Monedas**

	Participación dic-13 (%)	Participación set-13 (%)	Participación dic-14 (%)
<b>Pasivos</b>	<b>S/. 88 609 MM</b>	<b>S/. 93 086 MM</b>	<b>S/. 98 080 MM</b>
<b>Valores en circulación</b>	<b>73,00%</b>	<b>74,4%</b>	<b>74,9%</b>
Soles	42,60%	44,3%	46,7%
Dólares	29,20%	28,9%	28,2%
Euros	1,30%	1,2%	0,0%
<b>Adeudados</b>	<b>26,40%</b>	<b>25,6%</b>	<b>25,0%</b>
Soles	3,20%	3,3%	3,7%
Dólares	17,30%	17,0%	16,6%
Euros	1,70%	1,5%	1,5%
Yenes	4,10%	3,7%	3,2%
Otros	0,10%	0,1%	0,1%
<b>Derivados (*)</b>	<b>0,50%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,1%</b>
Dólares	0,20%	0,2%	0,0%
Euros	0,30%	0,4%	0,1%
Yenes	0,00%	0,0%	0,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

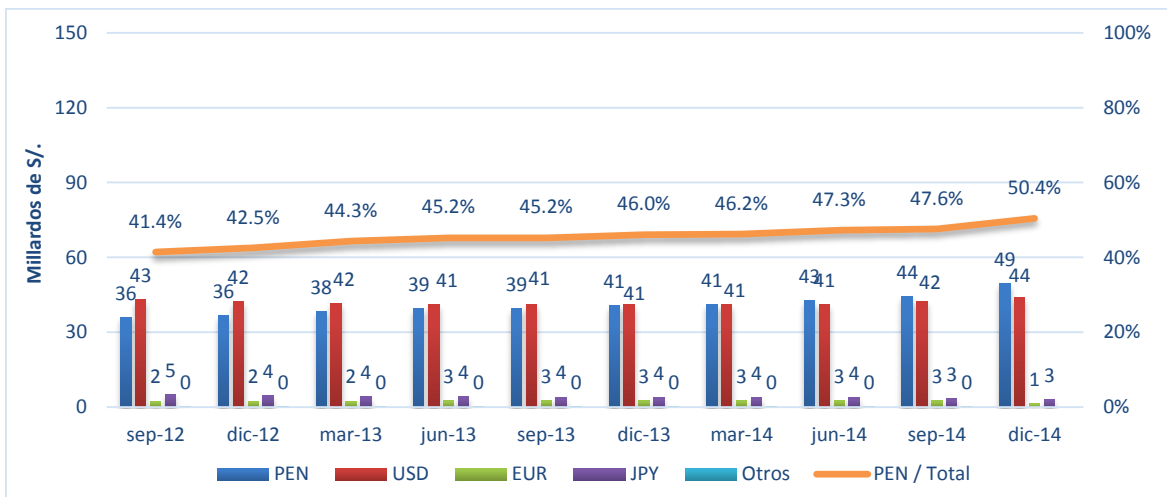
**Gráfico N° 5**  
**Composición de activos por monedas**



Fuente: MEF-DGETP

La estructura de pasivos por monedas tiene como principal componente al nuevo sol con una participación de 50,4%, superior a la participación del dólar estadounidense, que al cierre del cuarto trimestre se situó en 44,9%. Esta caída de los pasivos en dólares registrada durante los últimos 12 meses se produjo principalmente por el programa de subastas ordinarias iniciado durante el segundo semestre del año 2013 y también por parte de la operación internacional realizada en el último trimestre de 2014.

**Gráfico N° 6**  
**Composición de pasivos por monedas**



Fuente: MEF-DGETP

Incluyendo las operaciones de derivados pactadas hasta antes de 2011, la participación del nuevo sol en la estructura de los pasivos aumentó a 51,7% y la participación del dólar estadounidense se redujo a 42,8% (Gráfico N° 6). La reducción de la participación de los pasivos en dólares tiene como contrapartida un aumento en el valor total de los pasivos medidos en soles equivalente al valor de mercado de los derivados, los que a su vez reflejan el valor presente de las mayores salidas de efectivo en soles respecto de los soles que se pagarían si la posición estuviera descubierta.

Durante el 2014, la turbulencia en economías emergentes ante los anuncios realizados por la Reserva Federal de Estados Unidos generó presión sobre tipo de cambio. Esta situación depreció fuertemente las monedas de economías emergentes, si bien el nuevo sol peruano fue una de las

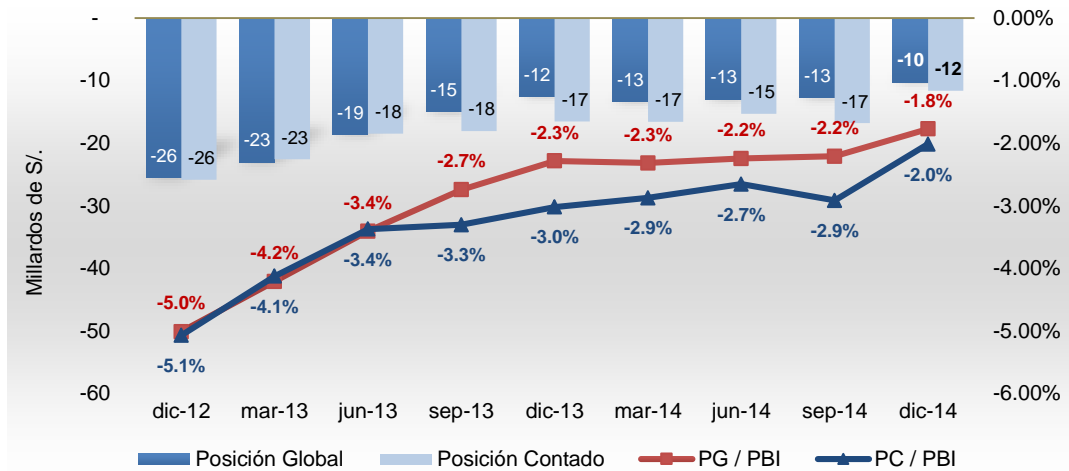
monedas menos perjudicadas de la región, por las intervenciones realizadas por el BCRP, también se vio afectada. En los últimos 12 meses el tipo de cambio del dólar subió en 2,9%<sup>13</sup>.

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 diciembre 2014, el Gobierno Central muestra una posición al contado de sobreventa equivalente a S/. 11 604 millones, conformado principalmente por dólares estadounidenses, esta posición al contado es menor en S/. -4 916 millones respecto a la del cierre de diciembre 2013. Este cambio en la posición al contado se produce por el aumento de activos en moneda extranjera y la disminución de pasivos en moneda extranjera entre diciembre 2013 y diciembre 2014.

**Gráfico N° 7**  
**Posición de cambio**



Fuente: MEF-DGETP

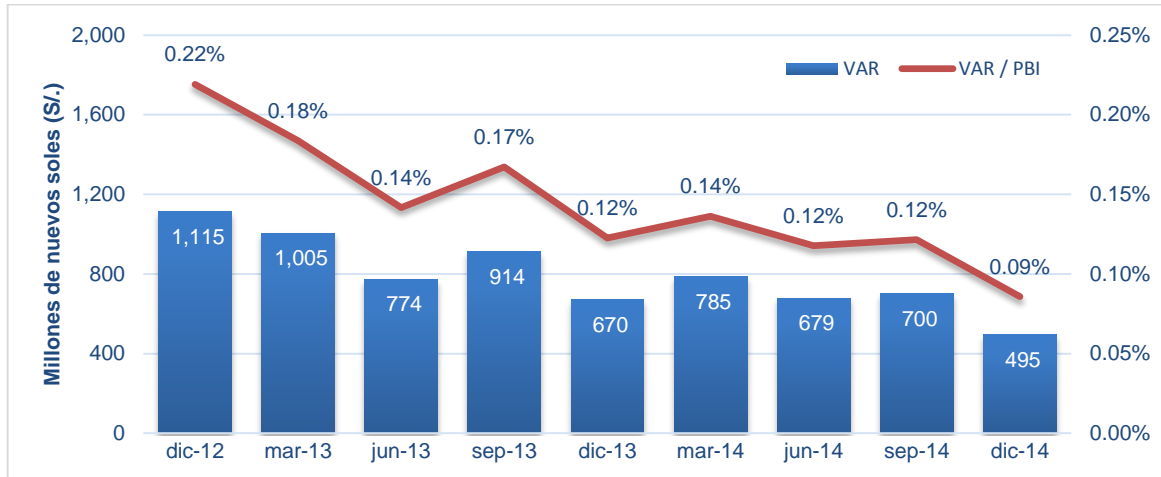
b. Valor en riesgo cambiario

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 diciembre 2014 es de S/. 495 millones, equivalente al 0,09% del PBI mostrando una disminución respecto del mismo trimestre del año anterior. El dólar fue 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 como política que se priorice el endeudamiento en moneda nacional en el largo plazo, objetivo de desdolarización que forma parte de la EGGAP para reducir la vulnerabilidad financiera.

<sup>13</sup> Tipo de cambio venta extraído de la SBS.

**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-13		set-14		dic-14	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
<b>POR DISPONIBILIDAD</b>						
<b>Disponible</b>	<b>26 155</b>	<b>44,8%</b>	<b>31 102</b>	<b>46,8%</b>	<b>28 037</b>	<b>43,2%</b>
Banco Central de Reserva Perú	21 147	37,7%	28 450	42,8%	25 714	39,6%
Banco de la Nación	4 982	6,3%	2 639	4,0%	2 311	3,6%
Otros	25	0,0%	13	0,0%	12	0,0%
<b>Cuentas por cobrar</b>	<b>3 412</b>	<b>6,6%</b>	<b>3 400</b>	<b>5,1%</b>	<b>3 238</b>	<b>5,0%</b>
Entidades públicas no financieras	3 406	6,6%	3 390	5,1%	3 224	5,0%
Entidades de inversión	6	0,0%	10	0,0%	13	0,0%
<b>Fondos Restringidos</b>	<b>28 871</b>	<b>49,4%</b>	<b>31 900</b>	<b>48,0%</b>	<b>33 645</b>	<b>51,8%</b>
Banco Central de Reserva Perú	28 671	49,3%	31 832	47,9%	33 572	51,7%
Banco de la Nación	109	0,1%	68	0,1%	73	0,1%
<b>Total</b>	<b>58 348</b>	<b>100%</b>	<b>66 401</b>	<b>100%</b>	<b>64 920</b>	<b>100%</b>

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. A la fecha, sólo se tiene al BCRP como contraparte de las operaciones activas, cuyo convenio para realizar depósitos restringe la oportunidad de acceder a tasas competitivas a través de ellos.

**Cuadro N° 9**  
**Concentración de pasivos por acreedores**

Acreedores	dic-13		sep-14		dic-14	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
<b>POR ORIGEN</b>						
<b>Valores en circulación</b>	<b>64 721</b>	<b>73,0%</b>	<b>68 796</b>	<b>73,9%</b>	<b>73 472</b>	<b>74,9%</b>
Tenedores residentes	19 492	22,0%	26 092	28,0%	29 428	30,0%
Tenedores no residentes	45 288	51,0%	42 704	45,9%	44 044	44,9%
<b>Adeudos</b>	<b>23 889</b>	<b>27,0%</b>	<b>24 240</b>	<b>26,1%</b>	<b>24 609</b>	<b>25,1%</b>
Organismos multilaterales	15 753	17,8%	16 169	17,4%	16 694	17,0%
Club de París	5 460	6,2%	5 115	5,5%	4 858	5,0%
Otros organismos	2 204	2,5%	2 424	2,6%	2 938	3,0%
Entidades de inversión	472	0,5%	531	0,6%	118	0,1%
<b>Total</b>	<b>88 609</b>	<b>100%</b>	<b>93 036</b>	<b>100%</b>	<b>98 080</b>	<b>100%</b>

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. 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 anualmente por sus inversiones y sus obligaciones, 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°11), el efecto del tipo de cambio, principalmente del dólar estadounidense, ante las expectativas del mercado respecto al estímulo cuantitativo, generan un alto nivel de volatilidad en el rendimiento de los activos financieros en moneda extranjera expresados en nuevos soles, a pesar de que las tasas de interés específicas que percibe el Tesoro aún se mantienen muy bajas.

Así, el rendimiento equivalente promedio anual del total de activos financieros expresados en nuevos soles al cierre de diciembre 2014 fue de 4,2% disminuyendo respecto al del trimestre anterior en que se ubicó en 4,9%.

**Cuadro N° 10**  
**Rendimiento de activos financieros**

	dic-13		set-14		dic-14	
	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)	En nuevos soles (%)	En moneda de origen (%)
<b>POR DISPONIBILIDAD</b>						
<b>Disponible</b>	<b>2,9%</b>		<b>2,4%</b>		<b>2,7%</b>	
Nuevos soles	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
Dólares	9,3%	0,0%	3,8%	0,0%	6,6%	0,0%
Euros	12,4%	0,0%	-4,9%	0,0%	-10,3%	0,0%
<b>Cuentas por cobrar</b>	<b>-2,8%</b>		<b>-1,0%</b>		<b>-0,3%</b>	
Nuevos Soles	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	4,9%	4,9%
Dólares	11,5%	2,1%	6,3%	2,1%	9,1%	2,1%
Euros	14,5%	1,9%	0,6%	1,9%	-2,3%	2,2%
Yenes	-11,7%	1,6%	-4,6%	1,6%	-5,2%	1,6%
SCP	11,2%	3,1%	7,2%	2,3%	8,1%	2,9%
<b>Fondos restringidos</b>	<b>8,2%</b>		<b>3,8%</b>		<b>6,2%</b>	
Nuevos soles	2,5%	2,5%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
Dólares	9,4%	0,0%	4,0%	0,2%	6,8%	0,2%
Euros	12,4%	0,0%	-4,9%	0,0%	-10,3%	0,0%
<b>Total</b>	<b>4,9%</b>		<b>2,9%</b>		<b>4,2%</b>	

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 2014 fue de 8,9%, mostrando una disminución respecto al cierre del mismo trimestre del año anterior en que se ubicó en 10,7%, pero aún mucho más alta que si se contratara toda la deuda en moneda local hoy, cuando el costo promedio está por debajo del 7.0% aún para los bonos en soles a 40 años.

**Cuadro N° 11**  
**Costo de pasivos financieros**

	dic-13		set-14		dic-14	
	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en nuevos soles (%)	Costo en moneda origen (%)
<b>POR ORIGEN</b>						
<b>Valores en circulación</b>	<b>11.4%</b>		<b>7.8%</b>		<b>9.1%</b>	
<b>Letras del Tesoro</b>	<b>4.0%</b>		<b>4.0%</b>		<b>3.9%</b>	
Soles	4.0%		4.0%		3.9%	
<b>Bonos Soberanos</b>	<b>7.7%</b>		<b>7.7%</b>		<b>7.8%</b>	
Soles	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.8%	7.8%
<b>Bonos Globales</b>	<b>16.9%</b>		<b>8.1%</b>		<b>14.1%</b>	
Dólares	16.7%	7.4%	7.9%	7.4%	14.4%	7.8%
Euros	19.9%	7.5%	12.7%	7.5%		
<b>Otros Bonos del TP</b>	<b>8.2%</b>		<b>6.7%</b>		<b>8.1%</b>	
Soles	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%





Dólares	17.3%	8,0%	8,5%	8,0%	14,9%	8,0%
<b>Bonos Brady</b>	<b>13.3%</b>		<b>4,5%</b>		<b>10,8%</b>	
Dólares	13.3%	4.1%	4,5%	4,1%	10,8%	4,1%
<b>Adeudados</b>	<b>9.1%</b>		<b>2,3%</b>		<b>5,4%</b>	
Soles	6.3%	6.2%	5,9%	5,9%	5,4%	5,4%
Dólares	13.7%	4.9%	2,1%	1,6%	8,3%	1,6%
Euros	15.0%	2,6%	7,6%	2,4%	-1,9%	2,6%
Yenes	-11.2%	2.1%	-1,2%	2,0%	-4,8%	1,9%
Otros	11.9%		3,7%		2,6%	
<b>Total</b>	<b>10.7%</b>		<b>6,4%</b>		<b>8,9%</b>	

Fuente: MEF-DGETP

**Cuadro N° 12**  
**Costo neto por monedas**

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Rendimiento dic-13 (%)	Rendimiento dic-14 (%)	Costo dic-13 (%)	Costo dic-14 (%)	Costo neto dic-13 (%)	Costo neto dic-14 (%)
Nuevos soles	2,45%	2,24%	7,55%	7,58%	5,10%	5,34%
Dólares	1,27%	6,84%	15,65%	12,12%	14,38%	5,28%
Euros	14,15%	-3,08%	17,08%	0,73%	2,93%	3,81%
Yenes	-11,66%	-5,21%	-11,25%	-4,76%	0,41%	0,45%
Otros			11,88%	2,65%	11,88%	2,65%
<b>Total</b>	<b>4,95%</b>	<b>4,17%</b>	<b>10,72%</b>	<b>8,93%</b>	<b>5,77%</b>	<b>4,76%</b>

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 2013 a diciembre 2014, en términos de tasa efectiva anual en nuevos soles. La cual presenta una ligera tendencia creciente, pero que se espera reducir en el futuro a través de una gestión más activa de la tesorería que mejore el rendimiento de los activos en soles, al mismo tiempo que se generen externalidades positivas para el mercado de valores de deuda pública, lo que a su vez ayudará a reducir el costo de los pasivos en soles.