



Ministerio de Economía y Finanzas del Perú
Vice Ministerio de Hacienda

Reporte de Activos y Pasivos

Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público

Diciembre 2015



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 de 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 (DGETP) 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 julio de 2014 se aprobó la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2014-2017 (EGGAP) conteniendo los principios, los lineamientos de política financiera, las metas y el objetivo a ser observados por la Hacienda Pública.

Por tanto, el presente informe tiene como objetivo realizar el seguimiento y evaluación de la gestión global de activos y pasivos y el riesgo estructural de balance asociado al cierre de diciembre de 2015 para que, sobre la base a los resultados obtenidos, se identifiquen las recomendaciones que permitan mejorar y fortalecer dicha gestión.

2. LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL AL CIERRE DE DICIEMBRE DE 2015

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

Según las normas internacionales para las estadísticas fiscales, la definición de Gobierno Central utilizada aquí para determinar la cobertura de los activos y pasivos financieros relevantes corresponde a la del Gobierno Central presupuestario¹ del Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas 2001 del FMI, sin incluir la seguridad social, es decir, no se incluye ni los activos ni los pasivos de las entidades encargadas de la provisión de salud ni de las pensiones contributivas (EsSalud y ONP)².

Asimismo, siguiendo los principios establecidos en las Normas Internacionales de Contabilidad y las Normas Internacionales de Información Financiera, todas las mediciones se hacen expresadas en moneda nacional porque es la moneda funcional del Gobierno Central, moneda en la que se aprueba su presupuesto y en la que están denominados la gran mayoría de sus ingresos tributarios y no tributarios.

¹ Según dicho estándar, la definición de Gobierno Central presupuestario incluye a todas las unidades que forman parte de los poderes ejecutivo, legislativo y judicial, pero no incluye a entidades que conforman unidades institucionales distintas como las universidades, beneficencias, organismos supervisores u otras unidades autónomas que, juntos conforman el Gobierno Central y las otras entidades o unidades institucionales que pertenecen a este nivel de gobierno, conforman el Sector Gobierno Central.

² No se incluye ningún activo (como los ahorros manejados en el FCR) o pasivo (como los pasivos previsionales de los bonos de reconocimiento ONP) para facilitar la comparación con los otros países, los que no incluyen ni sus activos (ahorros) ni sus pasivos (deuda) relacionados con la seguridad social contributiva.



2.1 Activos financieros (ahorro bruto)

Al 31 de diciembre de 2015, el total de activos financieros³ del Gobierno Central alcanzó los S/. 81 611 millones, de los cuales S/. 32 995 millones correspondieron a activos en moneda nacional y S/. 48 616 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 dic-14 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo set-15 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo dic-15 (MM S/.)	Part. (%)	Variación anual (%)
Por disponibilidad							
Disponible	28 037	43,2%	37 205	49,2%	45 043	55,2%	60,7%
Depósitos Vista	10 029	15,4%	22 568	29,8%	27 067	33,2%	169,9%
Depósitos a plazo	18 008	27,7%	14 637	19,3%	17 976	22,0%	-0,2%
Cuentas por cobrar	3 238	5,0%	3 400	4,5%	3 771	4,6%	16,5%
Traspasos	3 224	5,0%	3 325	4,4%	3 661	4,5%	13,5%
Derivados	13	0,0%	75	0,1%	110	0,1%	727,4%
Fondos restringidos	33 645	51,8%	35 064	46,3%	32 797	40,2%	-2,5%
Depósitos vista	6 268	9,7%	5 518	7,3%	5 831	7,1%	-7,0%
Depósitos a plazo	27 377	42,2%	29 546	39,0%	26 966	33,0%	-1,5%
TOTAL	64 920	100,0%	75 669	100,0%	81 611	100,0%	25,7%

Fuente: MEF-DGETP.

Desde el primer trimestre de 2014, los activos financieros han venido registrando una tendencia creciente⁵ impulsada principalmente por los depósitos disponibles a la vista, los depósitos restringidos a plazo y por el efecto favorable que tiene la devaluación del sol sobre los fondos del FEF. Así, durante los últimos 12 meses se observó un incremento en el saldo total de activos financieros, mostrando una variación anual de +25,7%⁶ equivalente a S/. 16 692 millones. El mencionado incremento anual se explica principalmente por el aumento de los depósitos a la vista disponibles (+169,9%) y a las variaciones en el tipo de cambio del dólar que durante el periodo de dic-14 a dic-15 subió 14,2%, dicho cambio impactó en el valor del FEF que representa el 82,2% de la cuenta fondos restringidos y se compone únicamente por depósitos en dólares estadounidenses en el BCRP. Mientras tanto, en términos trimestrales, a diciembre de 2015 se registró un incremento de 7,9% (equivalente a S/. 5 942 millones), principalmente por el incremento de los depósitos a la vista disponibles en soles (cuentas corrientes y fondos subastados del Tesoro⁷). Es importante resaltar que los menores ingresos corrientes del Gobierno Central que se vienen registrando está ralentizando el ritmo de crecimiento de los activos financieros del Gobierno Central⁸.

2.2 Pasivos financieros (deuda bruta)

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

⁴ Los fondos de Recursos Ordinarios (RO) representan el 30,3% del total del saldo de la cuenta Disponible y el Fondo de Estabilización Fiscal equivale al 82,2% del total de fondos restringidos al cierre de diciembre de 2015.

⁵ Excepto en el cuarto trimestre de 2014 donde se produjo una leve disminución en el total de los activos financieros que ascendió a S/. 1 482 millones.

⁶ Del cual 9,2% se explica principalmente por la devaluación del tipo de cambio PEN/USD (considerando el tipo de cambio constante de diciembre de 2014).

⁷ Al cierre del cuarto trimestre de 2015 los fondos subastados del Tesoro ascendieron a S/. 2 550 millones.

⁸ Según la Nota Semanal N°44-2015, Cuadro Estadístico N° 106A del BCRP, los ingresos corrientes del Gobierno Central cayeron en -6,9% al cierre del año 2015.



Al 31 de diciembre de 2015 el total de pasivos financieros⁹ del Gobierno Central alcanzó un monto equivalente a S/. 122,9 millones, mayor en 25,4% al registrado en diciembre 2014¹⁰. Por jurisdicción, la deuda interna representa el 46,2% del total, mostrando una reducción respecto a diciembre de 2014 cuando la deuda interna representó el 50%.

Por otro lado, por su instrumento de origen, el 73,9% de la deuda del Gobierno Central corresponde a valores en circulación en los mercados disminuyendo respecto a diciembre de 2014 cuando se ubicó en 74,9%. Particularmente, el componente con mayor participación en el total de pasivos está conformado por los bonos soberanos y las letras del Tesoro, que en conjunto lograron una participación de 40,3%, disminuyendo respecto a diciembre del año anterior cuando su participación se ubicaba en 45,1%. No obstante, existe una relevante participación de los bonos globales, que sobre el total de la deuda expresada en soles representó el 31,8%.

En términos anuales la participación en moneda extranjera sobre el total de la deuda pasó de 49,6% en diciembre de 2014 a 53,2% a diciembre de 2015¹¹, incremento que se explica por las emisiones internacionales de los bonos globales 2050 y 2027 en dólares estadounidenses y 2026 en euros realizadas en marzo, agosto y octubre de 2015 respectivamente.

A finales de febrero de 2015 se modificó el Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro, ampliándose la frecuencia de las subastas de letras del Tesoro de quincenales a semanales, manteniendo el monto de referencia en S/. 20 000 millones. Además, se aprobó subastar solo una referencia de bonos reales en cada subasta de bonos.

Dado que los montos totales emitidos son aún pequeños, porque su objetivo principal es el desarrollo del 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-14 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo set-15 (MM S/.)	Part. (%)	Saldo dic-15 (MM S/.)	Part. (%)	Variación trimestral (%)
Por origen							
Valores en circulación	73 472	74,9%	84 223	74,0%	90 912	73,9%	23,7%
Letras del Tesoro	476	0,5%	666	0,6%	973	0,8%	104,3%
Bonos globales	27 114	27,6%	33 020	29,0%	39 159	31,8%	44,4%
Bonos soberanos	43 749	44,6%	47 850	42,0%	48 509	39,5%	10,9%
Otros bonos	2 132	2,2%	2 687	2,4%	2 271	1,8%	6,5%
Adeudados	24 490	25,0%	29 588	26,0%	32 024	26,0%	30,8%
Multilaterales	16 694	17,0%	20 405	17,9%	21 713	17,7%	30,1%
Club de Paris	4 858	5,0%	5 042	4,4%	5 049	4,1%	3,9%
Otros	2 938	3,0%	4 140	3,6%	5 263	4,3%	79,1%
Cuentas por pagar	118	0,1%	22	0,0%	13	0,0%	-88,7%
TOTAL	98 080	100%	113 833	100%	122 950	100%	25,4%

Fuente: MEF-DGETP

⁹ 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.

¹⁰ Del cual 7,6% se explica principalmente por la devaluación del tipo de cambio PEN/USD (considerando el tipo de cambio constante de diciembre 2014).

¹¹ Estas cifras no toman en cuenta los swaps pactados, las cuales equivalen a una obligación adicional para la República equivalente a S/. 13,4 millones a valor de mercado, equivalente al valor presente de los mayores pagos a efectuar durante la vida de los derivados. La participación de la deuda en moneda extranjera luego de incluir los derivados de cobertura es de 52,1% al cierre de diciembre de 2015.

2.3 Deuda pública neta

El nivel de la deuda bruta (pasivos financieros) del Gobierno Central que se alcanzó a diciembre de 2015 se vio mitigado por el nivel de ahorro bruto acumulado (activos financieros) a la misma fecha, cuya brecha determina la deuda neta y la exposición al riesgo estructural de balance.

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

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Saldo dic-14 (MM S./.)	Saldo dic-15 (MM S./.)	Saldo dic-14 (MM S./.)	Saldo dic-15 (MM S./.)	Saldo dic-14 (MM S./.)	Saldo dic-15 (MM S./.)
Soles	27 937	32 995	49 388	57 490	21 451	24 495
Dólares	34 871	46 350	44 033	56 498	9 161	10 148
Euros	249	242	1 440	5 675	1 190	5 433
Yenes	1 862	2 025	3 130	3 174	1 268	1 150
Otros	0	0	90	113	90	113
Total	64 920	81 611	98 080	122 950	33 161	41 338
Posición / PBI*	11,3%	13,3%	17,0%	20,0%	5,8%	6,8%
Posición / Ingresos GC**	58,7%	80,3%	88,7%	121,0%	30,0%	40,7%

Fuente: MEF - DGETP

* PBI observado al cierre de 2014 y al cierre de diciembre de 2015.

** Ingresos del Gobierno Central al cierre de 2014 obtenidos del MMM e ingresos de dic-15 calculados como la suma de los últimos 12 meses publicados por el Banco Central en la Nota Semanal 44-2015: Cuadros Estadísticos N° 76A.

En ese sentido, la deuda neta representa alrededor del 33,6% del saldo de la deuda bruta, menor al informado el año anterior que representó el 33,8%. Al cierre de diciembre de 2015, la deuda neta equivale al 6,8%¹² (Cuadro N°3) del PBI mostrando un incremento de 1,0% respecto al año anterior. Esto se debe al menor ritmo de crecimiento de los activos cuyo incremento anual fue de S/. 16 692 millones mientras que el incremento de los pasivos fue de S/. 24 870 millones. Además, en relación a los ingresos públicos del GC la deuda neta equivalió a 40,7%, registrando un incremento frente a diciembre de 2014 cuando el indicador equivalió a 30,0%. Esto se debe al incremento de la deuda neta (+24,7%)¹³ y a la caída de los ingresos anuales del GC de -8,2% entre diciembre de 2014 y diciembre de 2015.

3. RIESGO ESTRUCTURAL DE BALANCE

El riesgo estructural de balance se define principalmente como la posibilidad de sufrir potenciales pérdidas derivadas de movimientos adversos en las curvas de tasas de interés, en los tipos de cambio, o en la liquidez relativa de los mercados ante la existencia de descalces de tasas de interés, descalces de monedas o descalces de vencimientos en la gestión de activos y pasivos, así como por la existencia de diversas fuentes de concentración entre activos y pasivos que no puedan compensarse entre sí ante súbitos cambios en las condiciones financieras prevalecientes en los diferentes mercados.

Se realiza el seguimiento utilizando diferentes herramientas consistentes con el nivel de complejidad de los activos y pasivos financieros del Gobierno Central con el objetivo de recomendar acciones para gestionar los riesgos ante los movimientos en los mercados.

¹² En el indicador deuda neta respecto al PBI, el PBI utilizado es el alcanzado al cierre de diciembre de 2015.

¹³ Del cual 2,4% se explica principalmente por la devaluación del tipo de cambio PEN/USD (considerando el tipo de cambio constante de diciembre 2014).

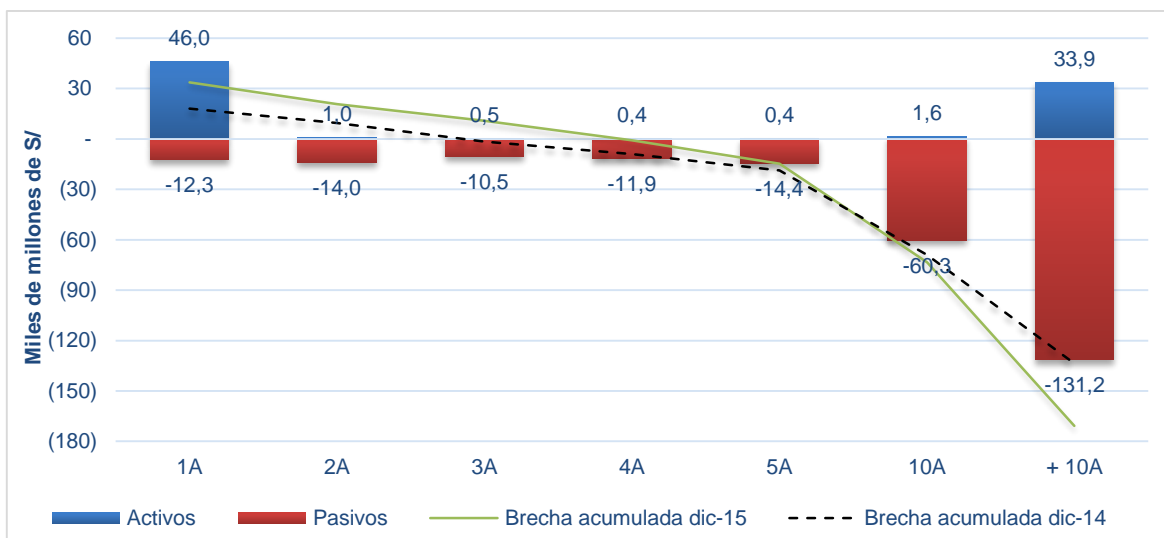
3.1 Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es la posibilidad de generar pérdidas por la incapacidad de financiar aumentos en el volumen de activos o de cumplir obligaciones asociadas a pasivos ya pactados, mediante la entrega de efectivo u otro activo financiero. Para la medición y seguimiento del riesgo de liquidez se han utilizado como métricas: (i) un cuadro de liquidez por plazos de vencimiento (calce) que toma las cuentas del activo y pasivo financiero¹⁴ y muestra las brechas acumuladas que se generan de acuerdo a los vencimientos distribuidos por bandas de tiempo y (ii) el ratio de cobertura de liquidez (RCL)¹⁵, medida que toma en consideración los activos plenamente disponibles, líquidos y de alta calidad para hacer frente a las salidas netas de efectivo en el corto plazo.

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

Del análisis de liquidez por plazos de vencimiento, se puede destacar que el descalce acumulado total¹⁶ es positivo hasta la banda temporal de tres años con un monto de S/. 10,8 miles de millones a diferencia del el año anterior cuando se encontraba en la banda temporal de dos años con un nivel de S/. 9,4 miles de millones (la banda de tres años registraba un descalce acumulado de S/.-1,6 miles de millones), 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 sus activos líquidos¹⁷.

Gráfico N° 1
Cuadro de Liquidez por Plazos de Vencimiento



Fuente: MEF-DGETP

b. Ratio de cobertura de liquidez (RCL)¹⁸

El RCL al cierre de diciembre de 2015 es mayor a 1, con un valor de 12,5 veces mostrando un importante incremento respecto a diciembre de 2014, cuando cerró en 7,9 veces. Esta variación refleja el incremento de los activos líquidos en moneda nacional de 24,9% durante el último año

¹⁴ 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.

¹⁵ Medida recomendada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para el seguimiento y control del riesgo de liquidez en las entidades financieras.

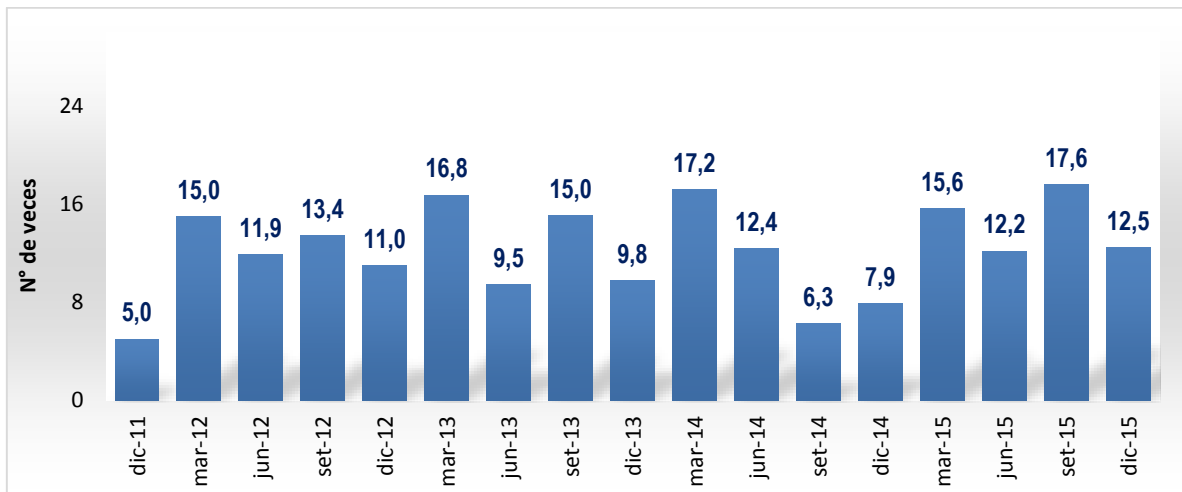
¹⁶ Activos y pasivos en moneda nacional y moneda extranjera.

¹⁷ 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.

¹⁸ 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.

debido, principalmente por un mayor saldo de fondos disponibles en cuentas corrientes (+169%); a su vez los activos líquidos en moneda extranjera se incrementaron en 200,6% en el año. Por su parte los pasivos de corto plazo en moneda nacional se incrementaron en 39,1%; mientras que los nominados en moneda extranjera cayeron en 36,3%. 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 también 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.

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-14 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo set-15 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo dic-15 (MM S/.)	Duración (años)
<u>POR DISPONIBILIDAD</u>						
Disponible	28 037	0,2	37 205	0,1	45 043	0,0
Depósitos a la vista	10 029	0,0	22 568	0,0	27 067	0,0
Depósitos a plazo	18 008	0,3	14 637	0,1	17 976	0,1
Cuentas x cobrar	3 238	5,0	3 400	4,7	3 771	4,7
Traspasos	3 224	5,0	3 325	4,7	3 661	4,7
Derivados	13		75		110	
Fondos restringidos	33 645	0,3	35 064	0,4	32 797	0,2
Depósitos a la vista	6 268	0,0	5 518	0,0	5 831	0,0
Depósitos a plazo	27 377	0,4	29 546	0,5	26 966	0,3
TOTAL	64 920	0,49	75 669	0,41	81 611	0,32

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 duraciones¹⁹. Así, en el Cuadro N°4 se observa que la duración de los activos ha mostrado una ligera disminución respecto al año anterior, equivalente a 63 días. Por otro lado, la duración de los pasivos presentó una ligera disminución equivalente a 88 días entre diciembre de 2014 y diciembre de 2015.

Cuadro N° 5
Duración de los Pasivos Financieros

	Saldo dic-14 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo set-15 (MM S/.)	Duración (años)	Saldo dic-15 (MM S/.)	Duración (años)
POR ORIGEN						
Val. circulación	73 472	8,0	84 223	7,8	90 912	7,8
Letras del Tesoro	476	0,3	666	0,4	973	0,4
B. globales	27 114	8,5	33 020	8,3	39 159	8,3
B. soberanos	43 749	7,8	47 850	7,6	48 509	7,4
Otros bonos	2 132	6,4	2 687	7,0	2 271	8,8
Adeudados	24 490	4,7	29 588	4,6	32 024	4,5
Multilaterales	16 694	5,1	20 405	5,1	21 713	5,1
Club de Paris	4 858	4,9	5 042	4,5	5 049	4,6
Otros	2 938	2,7	4 140	2,1	5 263	1,9
Cuentas por pagar	118		22		13	
TOTAL	98 080	7,16	113 833	6,94	122 950	6,91

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)

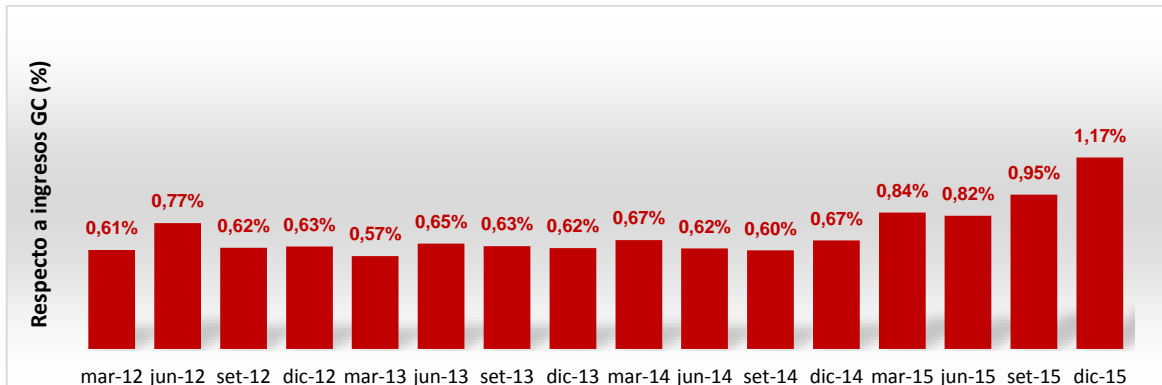
El indicador de Ganancia en Riesgo medido al cierre de diciembre de 2015 muestra que, ante la variación estándar de tasa de interés utilizada, se generaría un impacto en el margen financiero del Gobierno Central (Ganancia en Riesgo) de S/. 1 192 millones equivalente al 1,17% de los Ingresos del Gobierno Central o al 0,19% del PBI²⁰. El indicador GER de diciembre 2014 fue de S/. 745 millones.

En diciembre de 2015 el BCRP aumentó la tasa de referencia en 25 puntos básicos hasta 3,75%; sin embargo, este comportamiento podría cambiar nuevamente si las condiciones económicas que afronte el Perú así lo ameritan. La brecha positiva indica que se tiene un exceso neto de activos que está expuesta a reprecio en el corto plazo ante un movimiento de tasas de interés adverso (caída de tasas), por lo que es necesario diversificar por plazos los depósitos de corto plazo que actualmente posee el Tesoro Público, tanto en las cuentas del BCRP como de los fondos del Tesoro que se subastan entre las instituciones del sistema financiero.

¹⁹ Equivalen al plazo promedio de reembolso del principal e intereses en términos de valor presente.

²⁰ El PBI utilizado corresponde al cierre del 2015. Los ingresos del GC para diciembre de 2014 utilizado corresponden al MMM 2015-2017 publicado en agosto 2015; mientras que para diciembre de 2015 corresponden a la suma de los ingresos del GC para los últimos 12 meses publicados por el Banco Central en la Nota Semanal 10-2016: Cuadros Estadísticos N° 76A.

Gráfico N° 3
Ganancia en Riesgo (GeR)



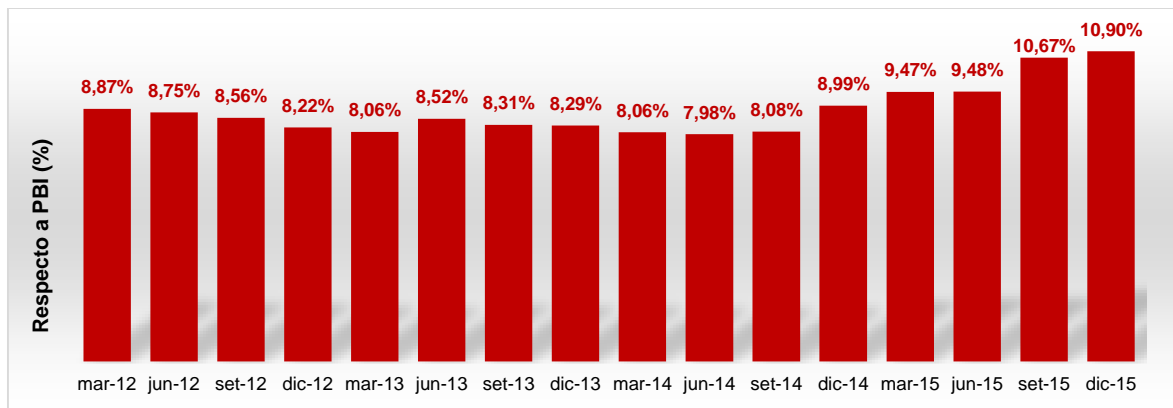
Fuente: MEF-DGETP

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 diciembre de 2015, 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/. 66 682 millones, equivalente a 10,90% del PBI, mayor al resultado obtenido al cierre de diciembre de 2014 que fue de 8,99% del PBI. De acuerdo a la estructura de balance del Gobierno Central, éste estaría expuesto a una disminución en el nivel de las tasas de interés, como ocurrió en años pasados y ahora se refleja en los bonos de la República emitidos en el pasado y que actualmente cotizan muy sobre la par.

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.

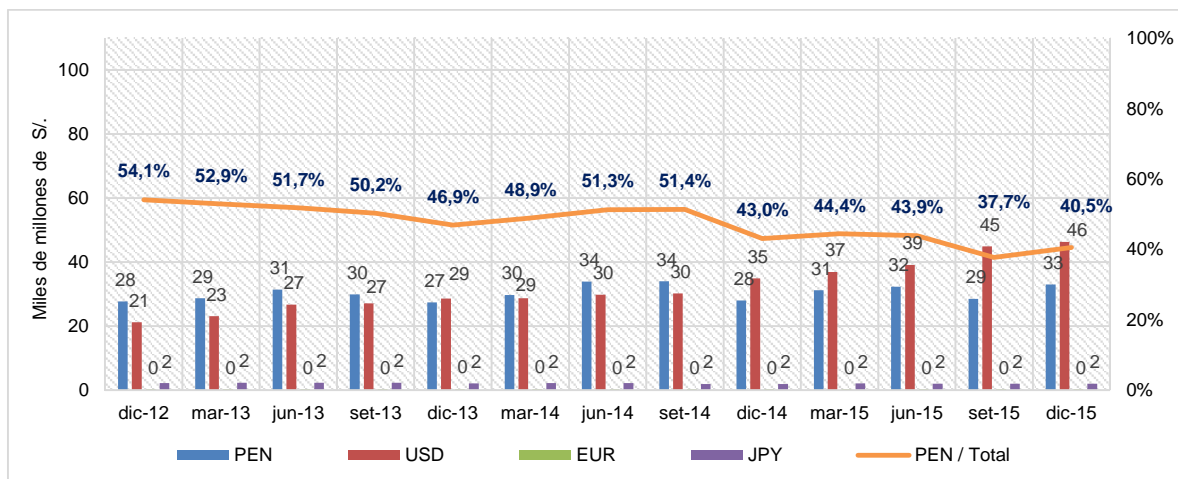
Cuadro N° 6
Posición de los Activos Financieros por Monedas

Monedas	Participación dic-14 (%)	Participación set-15 (%)	Participación dic-15 (%)
Activos	S/. 64 920 MM	S/. 75 669 MM	S/. 81 611 MM
Disponible	43,2%	49,2%	55,2%
Soles	34,7%	32,0%	34,8%
Dólares	8,4%	17,2%	20,4%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por Cobrar	5,0%	4,4%	4,5%
Soles	0,3%	0,2%	0,3%
Dólares	1,4%	1,3%	1,4%
Euros	0,4%	0,3%	0,3%
Yenes	2,9%	2,6%	2,5%
Otros	0,0%	0,0%	0,0%
Derivados (*)	0,0%	0,1%	0,1%
Dólares	0,0%	0,1%	0,1%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Yenes	0,0%	0,0%	0,0%
Fondos Restringidos	51,8%	46,3%	40,2%
Soles	8,0%	5,5%	5,3%
Dólares	43,8%	40,9%	34,9%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

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

Al cierre de diciembre de 2015, la participación de los activos en soles dentro del total de activos fue de 40,5%, por debajo de la participación de los activos en dólares que fue de 56,8%. Durante los tres primeros trimestres de 2014, la participación de la moneda nacional respecto del total comenzó a aumentar; sin embargo, en el último trimestre de 2014 esta tendencia se revertió para luego recuperarse levemente al cierre de 2015, comportamiento que obedece a la mayor depreciación de la moneda local, la caída en los ingresos en moneda nacional y la colocación de los recursos obtenidos por las emisiones internacionales de bonos globales en depósitos a plazo en dólares.

Gráfico N° 5
Composición de Activos por Monedas



Fuente: MEF-DGETP

La estructura de pasivos por monedas tiene como principal componente al sol con una participación de 46,8%, superior a la participación del dólar estadounidense, que al cierre del cuarto trimestre se situó en 46,0%. La participación del dólar se incrementó significativamente en el tercer trimestre debido a la emisión internacional de bonos globales por US\$/ 1 250 millones llevada a cabo en agosto de 2015.

Cuadro N° 7
Posición de los Pasivos Financieros por Monedas

	Participación dic-14 (%)	Participación set-15 (%)	Participación dic-15 (%)
Pasivos	S/. 93 080 MM	S/. 113 833 MM	S/. 122 950 MM
Valores en circulación	74,9%	74,0%	73,9%
Soles	46,7%	44,5%	41,9%
Dólares	28,2%	29,5%	28,6%
Euros	0,0%	0,0%	3,4%
Adeudados	25,0%	26,0%	26,0%
Soles	3,7%	4,2%	4,8%
Dólares	16,6%	17,6%	17,4%
Euros	1,5%	1,3%	1,2%
Yenes	3,2%	2,8%	2,6%
Otros	0,1%	0,1%	0,1%
Derivados (*)	0,1%	0,0%	0,0%
Dólares	0,1%	0,0%	0,0%
Euros	0,0%	0,0%	0,0%
Yenes	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

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

Hasta el segundo trimestre del 2015 se observó una constante reducción de la dolarización de la deuda bruta, la cual se produjo principalmente por el programa de subastas ordinarias iniciado durante el segundo semestre del año 2013 y complementadas con las operaciones internacionales realizadas en octubre de 2014 y marzo de 2015 en las que se emitieron los bonos soberanos 2024 y 2031²¹ por S/. 7 128 millones y S/. 4 392 millones respectivamente. Sin embargo, a partir de las últimas emisiones internacionales realizadas en agosto y octubre de 2015 la participación de la deuda bruta en moneda extranjera se incrementó pasando de 51,3% a 53,2% entre setiembre a diciembre de 2015. En términos anuales, la deuda bruta en moneda nacional pasó de 50,4% a 46,8% en diciembre 2015, mientras que en términos trimestrales se redujo 1,9% desde 48,7%.

Incluyendo las operaciones con derivados pactadas hasta antes de 2011, la participación del sol en la estructura de los pasivos disminuyó de 51,7% en diciembre de 2014 a 47,9% en diciembre de 2015, y la participación del dólar estadounidense pasó de 43,9% a 45,1% en el mismo periodo.

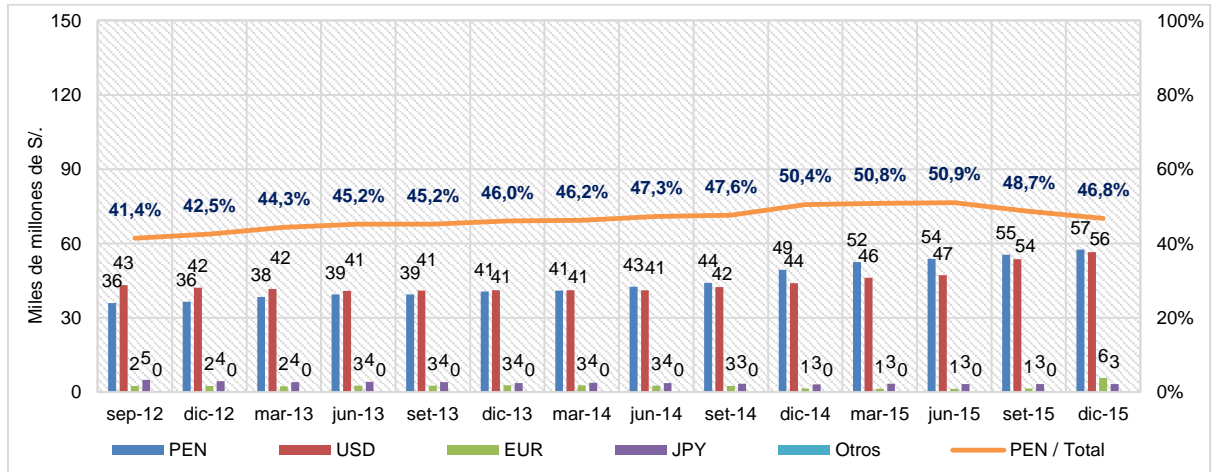
Durante el 2015, la turbulencia en economías emergentes ante los anuncios realizados por la Reserva Federal de Estados Unidos y las expectativas de crecimiento de China generó presión sobre el tipo de cambio. Esta situación depreció fuertemente las monedas de economías emergentes, si bien el sol peruano 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 14,2%²².

²¹ También se emitió el bono Global 2050 por US\$/ 500 millones.

²² Tipo de cambio venta extraído de la SBS.

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.

Gráfico N° 6
Composición de Pasivos por Monedas



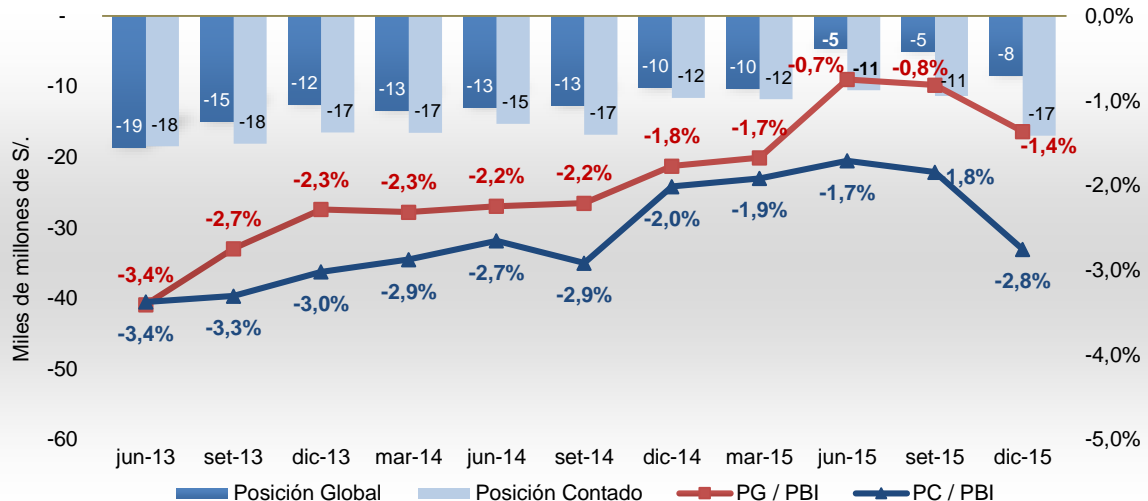
Fuente: MEF-DGETP

a. Posición de balance en monedas extranjeras

A diciembre de 2015, el Gobierno Central muestra una posición al contado de sobreventa (posición corta o pasivos netos) equivalente a S/. -16 940 millones, conformado principalmente por dólares estadounidenses, esta posición al contado es menor en S/. 5 336 millones respecto a la del cierre de diciembre de 2014. Este cambio en la posición al contado se produce porque en el período analizado el aumento de activos en moneda extranjera (+31,2%) es menor al incremento de los pasivos en moneda extranjera (+34,7%), con lo cual, las emisiones internacionales realizadas durante los últimos meses generaron un incremento de la exposición al riesgo cambiario.

Además, a diciembre de 2015 el Gobierno Central muestra una posición global de sobreventa en valor presente (pasivos netos) equivalente a S/. -8 379 millones (1,4% del PBI) conformado principalmente por dólares estadounidenses, la cual ha aumentado respecto al mes de diciembre del año anterior en S/. 1 831 millones.

Gráfico N° 7
Posición de Cambio



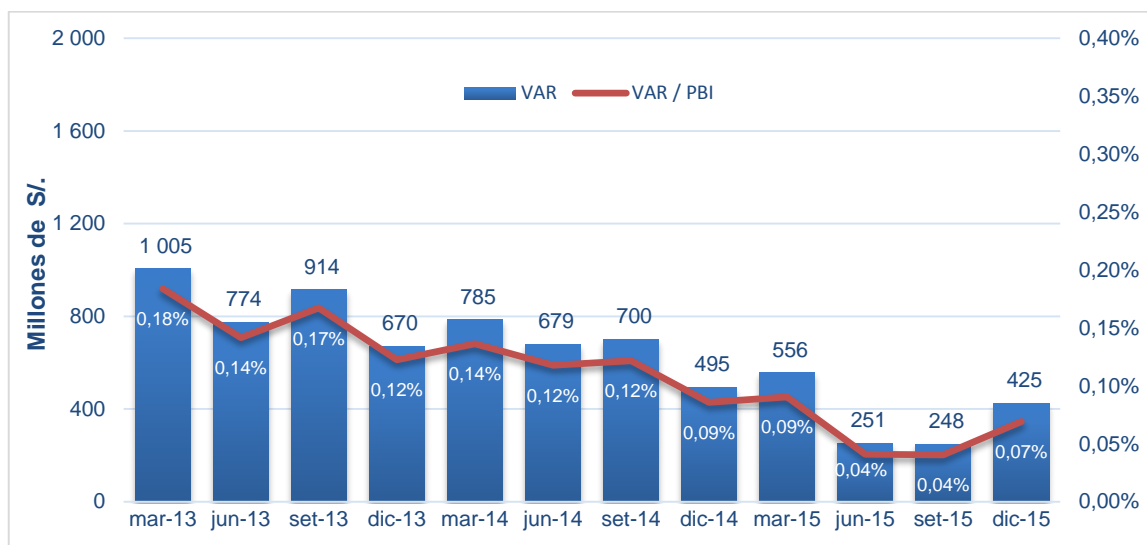
Fuente: MEF-DGETP

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 de 2015 es de S/. 425 millones, equivalente al 0,07% del PBI, mostrando una disminución respecto al mismo trimestre del año anterior de la mano con la disminución de la posición global de sobreventa en dólares estadounidenses. Así, el dólar fue la moneda que más contribuyó al nivel del VaR dada su preponderancia dentro de la posición global.

Gráfico N° 8
Evolución del VaR Cambiario



Fuente: MEF-DGETP

3.4 Riesgo de concentración

El riesgo de concentración tiene múltiples aristas y con diferentes efectos en la gestión de activos y pasivos. Se puede medir los descargos de concentración por mercados, por contrapartes, por exposición al riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario, entre otros. El común denominador no sólo es la pérdida de la capacidad para diversificar, sino también la eventual generación de una potencial vulnerabilidad sistémica que finalmente también afecte la solidez de las finanzas públicas. La concentración también genera una menor flexibilidad y, sobre todo, una menor capacidad de negociación, tanto para obtener unos mayores rendimientos de los activos por parte de los deudores como para lograr unos menores costos de parte de los acreedores.

Como se observa en el Cuadro N° 8, los activos continúan estando fuertemente concentrados en las cuentas del BCRP; que a diciembre de 2015 concentra el 81,6% del total del ahorro bruto del GC. Al respecto, se viene elaborando propuestas para diversificar las inversiones del FEF; las cuales actualmente se invierten en su totalidad en las cuentas del BCRP. Además, se viene empleando el módulo de subastas públicas que permite diversificar los recursos públicos entre las entidades financieras.

Cuadro N° 8
Concentración de Activos por Deudores

Contraparte	dic-14		set-15		dic-15	
	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %	Importe (MMS/.)	Part. %
POR DISPONIBILIDAD						
Disponible	28 037	43,2%	37 205	46,8%	45 043	55,2%
Banco Central de Reserva Perú	25 714	39,6%	31 877	42,8%	33 850	41,5%
Banco de la Nación	2 311	3,6%	2 265	4,0%	3 530	4,3%
Fondos Públicos fuera del Tesoro ²³	12	0,0%	3 063	0,0%	7 663	9,4%
Cuentas por cobrar	3 238	5,0%	3 400	5,1%	3 771	4,6%
Entidades públicas no financieras	3 224	5,0%	3 325	5,1%	3 661	4,5%
Entidades de inversión	13	0,0%	75	0,0%	110	0,1%
Fondos Restringidos	33 645	51,8%	35 064	48,0%	32 797	40,2%
Banco Central de Reserva Perú	33 572	51,7%	35 003	47,9%	32 728	40,1%
Banco de la Nación	73	0,1%	61	0,1%	69	0,1%
Total	64 920	100%	75 669	100%	81 611	100%

Fuente: MEF-DGETP

Asimismo, como parte de la estrategia de endeudamiento, es fundamental para los intereses de la República mantener una adecuada diversificación de las fuentes de financiamiento y contar con acceso permanente a los mercados financieros. Así, a diciembre de 2015 el 73,9% del financiamiento se obtiene a través de valores en circulación.

Cuadro N° 9
Concentración de Pasivos por Acreedores

Acreedores	Saldo	Part.	Saldo	Part.	Saldo	Part.
	dic-14 (MM S/.)	(%)	set-15 (MM S/.)	(%)	dic-15 (MM S/.)	(%)
Valores en circulación	73 472	74,9%	84 223	74,0%	90 912	73,9%
Tenedores residentes	29 428	30,0%	33 350	29,3%	34 136	27,8%
Tenedores no residentes	44 044	44,9%	50 873	44,7%	56 776	46,2%
Adeudos	24 609	25,1%	29 610	26,0%	32 038	26,1%
Organismos multilaterales	16 694	17,0%	20 405	17,9%	21 713	17,7%
Club de París	4 858	5,0%	5 042	4,4%	5 049	4,1%
Otros organismos	2 938	3,0%	4 140	3,6%	5 263	4,3%
Entidades de inversión	118	0,1%	22	0,0%	13	0,0%
Total	98 080	100,0%	113 833	100,0%	122 950	100,0%

Fuente: MEF-DGETP

4. RENDIMIENTOS Y COSTOS EQUIVALENTES

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

²³ Conformado por fondos del Tesoro Público que no se encuentran en las cuentas del BCRP o Banco de la Nación. Principalmente, se componen por depósitos en las entidades del sistema financiero que lograron adjudicarse en las subastas de fondos públicos.

En el caso de los activos financieros (Cuadro N° 10), el efecto del tipo de cambio, principalmente del dólar estadounidense, ante las expectativas del mercado respecto a la subida de la tasa de interés de la Reserva Federal que se materializaron en diciembre de 2015, han venido incrementando el rendimiento de los activos financieros en moneda extranjera expresados en soles. Además, el rendimiento de los activos financieros en moneda nacional también se incrementó debido al alza de las tasa de referencia del BCRP ocurridas en setiembre y diciembre de 2015.

Así, el rendimiento equivalente promedio anual del total de activos financieros expresados en soles al cierre de diciembre de 2015 fue de 9,0%, aumentando respecto al mismo mes del año anterior en el que se ubicó en 4,2%, debido principalmente a la devaluación de la moneda nacional frente al dólar estadounidense y al alza de la tasa de interés de referencia por parte de la FED y BCRP.

Cuadro N° 10
Rendimiento de Activos Financieros

	dic-14		set-15		dic-15	
	En soles (%)	En moneda de origen (%)	En soles (%)	En moneda de origen (%)	En soles (%)	En moneda de origen (%)
POR DISPONIBILIDAD						
Disponible	2,7%		3,8%		5,3%	
Soles	2,2%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Dólares	6,6%	0,0%	11,1%	0,1%	13,7%	0,1%
Euros	-10,3%	0,0%	2,8%		7,7%	
Cuentas por cobrar	-0,3%		7,3%		12,6%	
Soles	4,9%	4,9%	3,8%	3,8%	3,4%	3,4%
Dólares	9,1%	2,1%	13,0%	2,1%	15,6%	2,1%
Euros	-2,3%	2,2%	1,1%	2,2%	4,1%	2,2%
Yenes	-5,2%	1,6%	6,2%	1,5%	13,7%	1,5%
SCP	8,1%	2,9%	2,9%	0,0%		
Fondos restringidos	6,2%		9,7%		12,1%	
Soles	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Dólares	6,8%	0,2%	11,2%	0,2%	13,8%	0,2%
Euros	-10,3%	0,0%	2,8%	0,0%	7,7%	0,0%
Total	4,2%		6,9%		9,0%	

Fuente: MEF-DGETP

El efecto cambiario también ha tenido un impacto sobre el costo de los pasivos, dado que la mayor parte de la deuda externa se encuentra en dólares estadounidenses. Así, el costo equivalente promedio anual del total de pasivos financieros (Cuadro N° 11) expresados en soles al cierre de diciembre de 2015 fue de 12,3%, mostrando un incremento respecto al cierre del mismo trimestre del año anterior en que se ubicó en 8,9%.

Cuadro N° 11
Costo de Pasivos Financieros

	dic-14		set-15		dic -15	
	Costo en soles (%)	Costo en moneda origen (%)	Costo en soles (%)	Costo en moneda origen (%)	Costo en soles (%)	Costo en moneda origen (%)
POR ORIGEN						
Valores en circulación	9,1%		11,5%		12,2%	
Letras del Tesoro	3,9%		3,4%		4,0%	
Soles	3,9%		3,4%	3,4%	4,0%	4,0%
Bonos Soberanos	7,8%		6,9%		6,9%	
Soles	7,8%	7,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Bonos Globales	14,1%		18,1%		20,5%	
Dólares	14,4%	7,8%	18,1%	7,3%	20,3%	7,1%
Euros ²⁴						
Otros Bonos del TP	8,1%		9,3%		4,7%	
Soles	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	4,7%	4,7%
Dólares	14,9%	8,0%	19,0%	8,0%		
Bonos Brady	10,8%		14,9%		17,4%	
Dólares	10,8%	4,1%	14,9%	4,1%	17,4%	4,1%
Adeudados	5,4%		9,8%		12,7%	
Soles	5,4%	5,4%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Dólares	8,3%	1,6%	12,6%	1,6%	15,0%	1,5%
Euros	-1,9%	2,6%	1,5%	2,6%	4,3%	2,5%
Yenes	-4,8%	1,9%	6,7%	1,9%	14,4%	2,0%
Otros	2,6%		7,1%		10,1%	
Total	8,9%		11,0%		12,3%	

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 de 2014 a diciembre de 2015, en términos de tasa efectiva anual en soles. La cual presenta una ligera tendencia decreciente desde mediados de 2014. De esta manera, entre diciembre de 2014 y diciembre de 2015 el costo neto agregado expresado en su equivalente en soles pasó de 4,8% a 3,3%, debido principalmente por el aumento de la participación de los activos en dólares (de 53,6% a 56,8% en el último año) frente a un menor incremento de la participación de los pasivos en la misma moneda (de 44,9% a 46,0% para el mismo período) y a la devaluación del tipo de cambio.

Cuadro N° 12
Costo Neto por Monedas

Monedas	Activos financieros		Pasivos financieros		Deuda neta	
	Rendimiento dic-14 (%)	Rendimiento dic-15 (%)	Costo dic-14 (%)	Costo dic-15 (%)	Costo neto dic-14 (%)	Costo neto dic-15 (%)
Soles	2,24%	2,04%	7,58%	6,78%	5,34%	4,74%
Dólares	6,80%	13,86%	12,12%	18,32%	5,32%	4,46%
Euros	-3,08%	4,07%	0,73%	3,41%	3,81%	-0,66%
Yenes	-5,21%	13,75%	-4,76%	14,35%	0,45%	0,60%
Otros	8,11%		2,65%	10,07%	-5,46%	10,07%
Total	4,15%	9,00%	8,93%	12,32%	4,78%	3,32%

Fuente: MEF-DGETP

²⁴ El costo de los bonos globales en euros para el cuarto trimestre de 2015 ascendió a 2,8%.

Finalmente, al incluir los flujos netos de los derivados financieros pactados, el costo neto de la deuda neta se incrementa en +7 pb, pasando de 3,32% a 3,39% para diciembre de 2015, mientras que en diciembre de 2014 se incrementó en + 11 pb.

Cuadro N° 13
Costo Neto por Monedas con Derivados Financieros

Monedas	Deuda neta sin derivados		Deuda neta con derivados	
	Costo neto	Costo neto	Costo neto	Costo neto
	dic-14 (%)	dic-15 (%)	dic-14 (%)	dic-15 (%)
Soles	5,34%	4,74%	5,34%	4,74%
Dólares	5,32%	4,46%	5,51%	4,57%
Euros	3,81%	-0,66%	3,81%	-0,57%
Yenes	0,45%	0,60%	1,02%	1,13%
Otros	-5,46%	10,07%	2,65%	10,07%
Total	4,78%	3,32%	4,89%	3,39%

Fuente: MEF – DGETP

En términos absolutos, durante los últimos doce meses el pago neto por el diferencial de los flujos de los derivados financieros contratados ascendió a S/ 45,5 millones; sin embargo, esto representó un costo neto equivalente al 0,89% del total de su valor nominal pactado a diciembre de 2015, que es inferior a la media (1,65%) de lo que anualmente se ha venido pagando desde 2009.

Cuadro N° 14
Costo Neto de los Derivados Financieros Respecto de su Valor Nominal

Monedas	dic-14	set-15	dic-15
	MN	MN	MN
Dólares	2,01%	1,17%	0,66%
Euros	0,82%	1,37%	1,83%
Yenes	3,78%	3,22%	2,68%
Total	1,66%	1,37%	0,89%

Fuente: MEF – DGETP