

V. Moneda y crédito

Durante el año 2008, la política monetaria enfrentó un entorno macroeconómico altamente volátil, caracterizado primero por un fuerte dinamismo de la demanda interna e incrementos sustanciales en los precios internacionales de los alimentos y combustibles, que generaron presiones inflacionarias, y una fuerte entrada de capitales de corto plazo que se tradujo en presiones apreciatorias sobre la moneda doméstica. Luego, a partir de setiembre, con la profundización de la crisis financiera global, se acudió a un rápido deterioro de las condiciones crediticias externas, que inicialmente presionaron sobre la liquidez en el mercado de dinero, las tasas de interés y el tipo de cambio.

Las medidas de política monetaria, adoptadas de manera oportuna, han permitido que la inflación mantenga su convergencia hacia la meta de 2 por ciento, y al mismo tiempo, que el endurecimiento de las condiciones crediticias externas no afecte a las internas. De esta manera, se logró mantener el dinamismo normal de la cadena crediticia, evitando así que los problemas en el sistema financiero global se trasladen hacia el sector real de nuestra economía. Asimismo, permitió reducir volatilidades extremas del tipo de cambio buscando neutralizar efectos negativos en el balance de las empresas y consumidores por la elevada dolarización de sus obligaciones.

CUADRO 60
RESUMEN DE MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA
(En porcentaje)

Medida de política monetaria	Ene. 2008	Feb. 2008	Mar. 2008	Abr. 2008	May. 2008	Jun. 2008	Jul. 2008	Ago. 2008	Set. 2008	Oct. 2008	Nov. 2008	Dic. 2008
Tasa de referencia	5,3	5,3	5,3	5,5	5,5	5,8	6,0	6,3	6,5	6,5	6,5	6,5
Encaje legal en S/. y US\$	6,0	7,0	7,0	8,0	8,5	8,5	8,5	9,0	9,0	9,0	9,0	7,5
Requerimiento mínimo en cuenta corriente en S/. y US\$ 1/	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Encaje marginal en S/. 2/	6,0	15,0	15,0	20,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	9,0	9,0	7,5
Encaje marginal en S/. (no residentes)	6,0	15,0	15,0	40,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	35,0
Remuneración encaje marginal en S/.	n.a.	3,50	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	4,75	n.a.	n.a.	n.a.
Periodo base para encaje marginal en S/.	n.a.	Dic. 07	Dic. 07	Dic. 07	Abr. 08	Abr. 08	Abr. 08	Abr. 08	Abr. 08	n.a.	n.a.	n.a.
Encaje marginal en US\$	30,0	40,0	40,0	40,0	45,0	45,0	45,0	49,0	49,0	35,0	35,0	30,0
Encaje marginal en US\$ (adeudados)	30,0	40,0	40,0	40,0	45,0	45,0	45,0	49,0	49,0	35,0	0,0	0,0
Encaje máximo en US\$ (adeudados)											35,0	35,0
Remuneración encaje marginal en US\$ 3/	3,5	L - 7/8	L - 7/8	L - 7/8	L - 7/8	L - 7/8	L - 7/8	L - 7/8	L - 7/8	L - 7/8	L - 7/8	L /2
Periodo base para encaje marginal en US\$	Set. 04	Dic. 07	Dic. 07	Dic. 07	Abr. 08	Abr. 08	Abr. 08	Abr. 08	Abr. 08	Set. 08	Set. 08	Nov. 08
Límite de inversión en el exterior de AFPs 4/	17,0	17,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0

1/ A partir de febrero de 2008, el monto de encaje adicional exigido debe ser mantenido en cuentas corrientes en el Banco Central.

2/ A partir de octubre de 2008 se eliminó el encaje marginal en soles.

3/ L = London Interbank Offered Rate (LIBOR) en US\$ a un mes de plazo.

4/ En enero de 2008 el límite fue elevado de 15 a 16 por ciento y posteriormente de 16 a 17 por ciento.

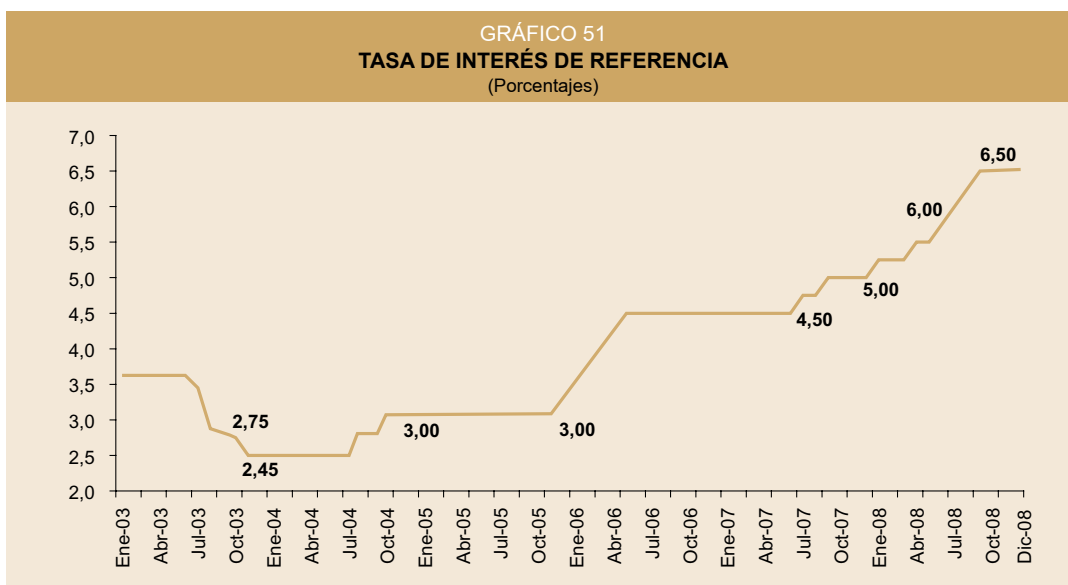
Fuente: BCRP.

1. Acciones de política monetaria

Entre enero y setiembre de 2008, frente a un entorno caracterizado por fuertes incrementos de los precios internacionales de alimentos y combustibles, un alto dinamismo de la demanda interna y una fuerte entrada de capitales de corto plazo que se tradujo en importantes tenencias de activos en moneda doméstica por parte de inversionistas no residentes; el BCRP continuó aplicando una política monetaria orientada a que la inflación y las expectativas de inflación retornen gradualmente a la meta de 2 por ciento, mediante ajustes graduales de 25 pbs en un contexto de alta incertidumbre sobre la economía mundial.

En este periodo, el Directorio del Banco Central optó por ajustes graduales en la posición de su política monetaria y acordó seis incrementos en su tasa de interés de referencia, de 25 puntos básicos cada vez, desde 5,0 por ciento a 6,5 por ciento. Además, con el objetivo de apoyar los mecanismos de esterilización del importante influjo de capitales de corto plazo de inicios de 2008, el BCRP elevó los requerimientos de encaje en moneda nacional y extranjera y optó por mayores compras de dólares en el mercado cambiario, acumulando preventivamente reservas internacionales. En el primer caso incrementó el encaje marginal hasta 25 por ciento, mientras que para moneda extranjera, aumentó el encaje marginal de 30 por ciento a 49 por ciento. Asimismo, elevó el encaje mínimo legal desde 6,0 por ciento hasta 9,0 por ciento.

El ingreso sin precedentes de capitales externos de corto plazo hacia el mercado de activos en moneda nacional (certificados de depósito del BCRP -CDBCRP- y Bonos soberanos del Tesoro -BTP) en el primer trimestre, generó fuertes presiones sobre el nuevo sol para que se apreciara y una alta volatilidad en la liquidez de corto plazo de las entidades financieras. Frente a ello, el Banco Central aumentó su ritmo de intervenciones en el mercado cambiario, evitando los riesgos de una excesiva volatilidad del tipo de cambio en una economía dolarizada. Como resultado de ello, el BCRP acumuló US\$ 8 449 millones entre enero y agosto de 2008, reservas que le permitieron fortalecer su posición de liquidez internacional y su capacidad para enfrentar salidas inesperadas de capitales de corto plazo.



Adicionalmente, se ejecutaron medidas orientadas a devolver a los CDBCRP su rol de instrumento de manejo monetario y a desincentivar la tenencia de estos títulos por parte de inversionistas no residentes, mediante el registro y el cobro de comisiones por la transferencia de las mismas. En este sentido, el Directorio estableció los Certificados de Depósito del BCRP con Negociación Restringida (CDBCRP-NR), limitando su adquisición inicialmente a las entidades del sistema financiero nacional por considerar que estos debían operar como un instrumento de regulación monetaria y no de inversión.



Posteriormente, desde octubre de 2008, la quiebra de Lehman Brothers mostró la agudización de la crisis financiera internacional que marcó un deterioro agudo de los mercados de dinero y de créditos mundiales derivando principalmente en una fuerte restricción crediticia, falta de liquidez y una desconfianza generalizada e incertidumbre de los agentes económicos que llevó a una caída en el gasto privado. Tanto el colapso del crédito como la caída del gasto privado constituyen factores claves de la actual recesión mundial. En este contexto, el BCRP suspendió el proceso de ajuste en su posición de política monetaria y pasó a priorizar sus esfuerzos en proveer de liquidez al sistema financiero doméstico, a fin de evitar que se produzca una contracción crediticia y genere consecuencias negativas sobre el nivel de actividad doméstica, y también buscó reducir volatilidades extremas del tipo de cambio.

Para proveer liquidez y lograr restaurar el canal de tasas de interés, el BCRP utilizó oportunamente una gama amplia de instrumentos como las operaciones de compra temporal de títulos valores a plazos de hasta 1 año, las operaciones swaps en moneda extranjera, así como la recompra permanente de CDBCRP y CDBCRP-NR en el mercado secundario, y dejó en el mercado la liquidez proveniente de los vencimientos de certificados de depósito.

En octubre de 2008, la participación del Banco Central en el mercado secundario de sus certificados de depósito (un mecanismo creativo de política monetaria) contribuyó también a reducir las distorsiones de precios que se generaron por la salida de inversionistas no residentes y permitió que en noviembre y diciembre la curva de rendimiento de los BTP retornaran a sus niveles previos a la agudización de la

crisis financiera. Considerando solamente los vencimientos de los certificados de depósito del BCRP y las operaciones de compra temporal de títulos valores (*repos*), la inyección monetaria alcanzó a S/. 25 232 millones durante la profundización de la crisis financiera, entre setiembre de 2008 y el cierre de diciembre de 2008. Dicho monto equivale a 58 por ciento del total de obligaciones sujetas a encaje (TOSE).

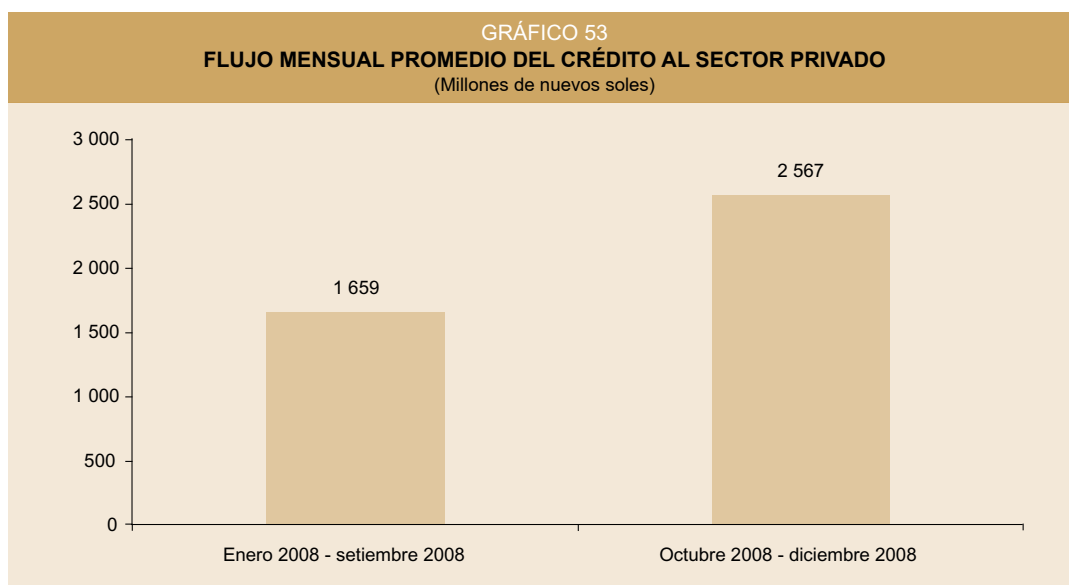
Asimismo, se inicia una secuencia de disminuciones de las tasas de encaje, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, para atender la mayor preferencia por liquidez de las instituciones financieras y garantizar el normal funcionamiento del mercado de dinero. El encaje marginal en moneda nacional se redujo de 25 por ciento a 6,5 por ciento, el encaje marginal en moneda extranjera de 49 por ciento a 30 por ciento, el encaje a los depósitos de entidades financieras no residentes de 120 por ciento a 35 por ciento, además se exoneraron del régimen de encaje a los adeudados externos a plazos mayores o iguales a dos años de las entidades financieras.

Las acciones del Banco Central también se orientaron a reducir volatilidades extremas del tipo de cambio para neutralizar posibles efectos negativos en el balance de las empresas y consumidores por la elevada dolarización de sus obligaciones, en la medida que el crédito en moneda extranjera todavía representa el 57 por ciento del crédito total de la banca. El BCRP vendió moneda extranjera por US\$ 5 695 millones desde setiembre de 2008 y colocó certificados de depósito reajustables (CDR) por US\$ 1 422 (equivalente a S/. 4 425 millones).

Estas acciones evitaron que los balances de las empresas y familias, que se encuentran dolarizados, se deterioren frente a la evolución del tipo de cambio. A pesar de ello, el BCRP acumuló reservas internacionales por US\$ 3 507 millones durante 2008, cuyo saldo se elevó de US\$ 27 689 a finales de 2007 a US\$ 31 196 en diciembre de 2008. Ello ocurrió gracias a una acumulación preventiva de reservas internacionales, a través de compras netas de dólares en el mercado cambiario, por US\$ 10 306 millones en 2007 y US\$ 8 449 millones entre enero y agosto de 2008.

Las medidas oportunas adoptadas por el Banco Central, que significaron la activación integral de sus procedimientos operativos, han logrado que la inflación de 2008 sea una de las más bajas de la región y mantenga su tendencia a la meta de 2 por ciento, que se espera alcanzar a finales de 2009. Asimismo, estas medidas han permitido que el deterioro de las condiciones crediticias externas no se trasladen al mercado local de créditos evitando contaminar al sector real. Así, el mercado de dinero interbancario en soles ha mantenido sus volúmenes de transacción, e incluso, luego de una reducción temporal observada entre setiembre y octubre de 2008, estos se han incrementado, lo mismo que el dinamismo del crédito, que pasó de un flujo promedio mensual de S/. 1 659 millones entre enero y setiembre de 2008 a S/. 2 567 millones entre octubre y diciembre de 2008.

Por otro lado, estas acciones de política monetaria, combinadas con la recompra permanente de certificados de depósito del Banco Central en el mercado secundario han permitido que las tasas de interés del mercado interbancario, de los certificados de depósito del BCRP y de los bonos del Tesoro Público, retornen gradualmente a niveles similares a los que mostraban antes de la agudización de la crisis financiera en agosto de 2008, evitando que se afecten otras tasas de interés de largo plazo. De esta manera, se evitó que las presiones sobre las tasas de interés afecten las condiciones de endeudamiento de los agentes económicos.



RECUADRO 10

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL

La finalidad del Banco Central de Reserva del Perú es preservar la estabilidad monetaria y por ello, el objetivo fundamental de la política monetaria es la estabilidad de precios. Ese es el principal aporte del BCRP a la economía pues controlando la inflación, se reduce la incertidumbre y se genera confianza en el valor presente y futuro de la moneda. Ambos elementos son imprescindibles para estimular el ahorro, atraer inversiones productivas y promover un crecimiento económico sostenido.

Este eje central de la política monetaria, está acompañado por la contribución del Banco Central a la estabilidad financiera a través de dos funciones auxiliares asociadas al contexto de la economía peruana, caracterizada todavía por un alto grado de dolarización y con un mercado financiero y un mercado de capitales en desarrollo. Condicionada al cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, la primera función auxiliar de la política monetaria del Banco Central es garantizar el flujo normal de liquidez en el sistema financiero. Por ejemplo, en escenarios de crisis, el BCRP debe garantizar liquidez a las entidades financieras para mantener el normal funcionamiento de la cadena de pagos y el dinamismo de los flujos crediticios, en concordancia con un crecimiento económico sostenible.

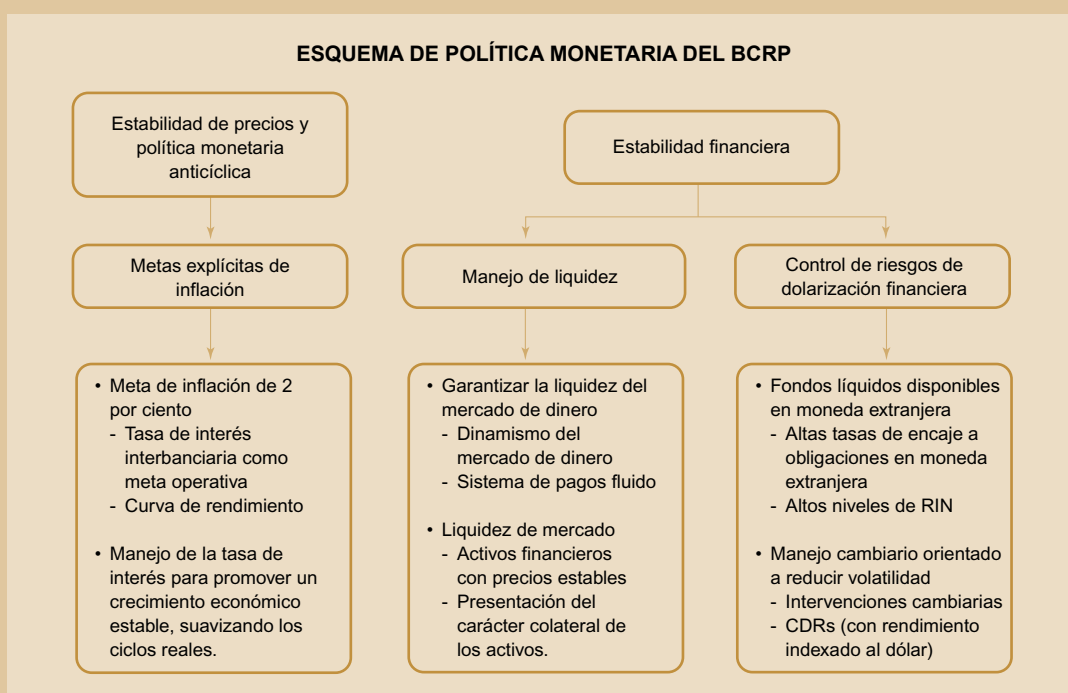
La segunda función auxiliar del BCRP es reducir la vulnerabilidad del balance de los agentes económicos, cuyas obligaciones están dolarizadas, mediante un esquema de flotación cambiaria administrada. Esta política tiene por finalidad reducir volatilidades extremas del tipo de cambio, sin predeterminar su nivel ni su tendencia y, de esta manera, controlar los posibles riesgos de estrechez de liquidez por una cartera crediticia dolarizada.

Estas funciones son realizadas a través de los procedimientos operativos del Banco Central. En caso de escenarios contingentes como el de la actual crisis financiera global, el BCRP amplía el uso de sus instrumentos de política monetaria y no se limita a sus usuales operaciones de mercado abierto. En tales situaciones extraordinarias, el Banco Central tiene capacidad de activar instrumentos directos como modificaciones al encaje y operaciones de ventanilla. Asimismo, el Banco ejecuta intervenciones cambiarias a través de compras y ventas de dólares y colocaciones de certificados de depósito reajustables del BCRP (CDR) con la finalidad de reducir volatilidades extremas del tipo de cambio.

En escenarios de restricciones de liquidez en el sistema financiero, el Banco Central cuenta con instrumentos de inyección permanente de liquidez como: cambios en la tasa de encaje y compra de dólares, operaciones de compra temporal de títulos (*repos*) y *swaps* a plazos de hasta un año, recompra permanente de los certificados de depósitos del BCRP y compra permanente de bonos del Tesoro Público (BTP), ambos en el mercado secundario. El BCRP puede comprar dichos bonos hasta por el cinco por ciento del saldo de la emisión primaria al cierre del año previo.

Las operaciones de ventanilla están disponibles para los bancos que al finalizar sus operaciones del día requieren fondos o tienen excedentes. Las ventanillas son: a) de esterilización, que permite colocar depósitos *overnight*, a tasas de interés por debajo del mercado; b) de inyección, cuyo costo es mayor al que se obtendría en el mercado interbancario. La inyección por ventanilla se otorga en casos de que un banco tenga problemas de liquidez y no de solvencia.

Finalmente, para reducir volatilidades extremas del tipo de cambio y controlar los riesgos de liquidez y crediticios por la dolarización financiera, el BCRP acumula preventivamente reservas internacionales y realiza intervenciones cambiarias. Asimismo, para evitar el llamado riesgo moral, el Banco Central exige que los bancos comerciales mantengan mayores niveles de encaje por las obligaciones en moneda extranjera. El manejo del encaje permite también proveer de liquidez cuando el sistema así lo requiera, promueve la desdolarización financiera e incentiva a que los agentes económicos internalicen los riesgos de la dolarización.



2. Tasas de interés

Las tasas de interés en soles durante el año 2008 estuvieron influenciadas por el nivel de la actividad económica, las medidas de política monetaria tomadas por el Banco Central y las condiciones de los mercados financieros internacionales.

Las medidas de política monetaria del Banco Central hasta setiembre de 2008, en un contexto de alto crecimiento de la demanda interna y presiones al alza en los precios internos, consistieron en elevar la tasa de interés de referencia y en incrementar las tasas de encaje para las obligaciones en soles y dólares. Tales acciones impactaron sobre todo a las operaciones de corto plazo en soles, tanto activas como pasivas. La tasa preferencial corporativa en soles (tasa a 3 meses para empresas con mejor percepción de riesgo) aumentó en 1,9 puntos porcentuales en promedio, entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008 (de 5,6 por ciento a 7,5 por ciento). Un alza similar tuvo la tasa promedio de los préstamos comerciales (1,8 puntos porcentuales).

Sin embargo, en el caso de las tasas en soles de mediano y largo plazo prevaleció el efecto dinamizador propio del ciclo económico expansivo que se tradujo en una mejora de la percepción de riesgo crediticio de los deudores, así como la mayor competencia entre las entidades bancarias. Por dicha razón, la tasa promedio de los créditos de consumo bajó en 1,2 puntos porcentuales entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008, mientras que la tasa de los créditos hipotecarios terminó a un nivel similar en el mismo período.

CUADRO 61
TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN NUEVOS SOLES
(En porcentajes)

	2006	2007	2008
1. Interbancaria	4,5	5,0	6,5
2. Depósitos hasta 30 días	4,6	4,8	6,5
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	5,7	5,6	6,3
4. Activa preferencial	5,2	5,6	7,5
5. Préstamos comerciales	9,5	9,0	10,8
6. Préstamos a microempresa	39,1	35,6	35,0
7. Préstamos de consumo	34,8	33,5	32,3
8. Préstamos hipotecarios	10,4	9,8	9,8

Fuente: SBS y BCRP.

El comportamiento de las **tasas de interés en dólares** estuvo vinculado a la evolución de las tasas de interés internacionales, a las expectativas sobre el tipo de cambio y a la percepción de riesgo crediticio de los deudores.

Las tasas de corto plazo, sobre todo las activas, fueron las más influenciadas por las condiciones prevalecientes en los mercados mundiales. Durante el primer semestre, la relativa abundancia de fuentes de financiamiento externas, luego de la entrada de un importante volumen de capitales de corto plazo, provocó que la moneda local tendiera a apreciarse y se elevaran las tasas de interés en dólares de corto plazo. Dicho encarecimiento del crédito en moneda extranjera obedeció, en parte, al incremento de las posiciones *forward* en nuevos soles (contratos a futuro contra riesgos de apreciación), induciendo a que la tasa local de interés en dólares se ubique por encima de la tasa de interés de corto plazo en soles.

Sin embargo, a partir de junio, cuando los flujos de capitales hacia el país comenzaron a disminuir, las tasas activas de corto plazo en dólares tendieron a bajar. Al cierre de 2008, la tasa interbancaria bajó casi en cinco puntos porcentuales, en comparación a diciembre de 2007 (de 5,9 por ciento a 1,0 por ciento) en concordancia con la reducción de las tasas de interés a nivel mundial luego de la quiebra de Lehman Brothers. Disminuyeron también las tasas pasivas de los depósitos a plazo de menos de 30 días y, en menor medida, las tasas activas de operaciones comerciales de corto plazo.

En el caso de los contratos a mayores plazos o aquellos dirigidos a segmentos de mayor riesgo, la reducción de las tasas de interés fue de menor magnitud, aunque obedeció principalmente a la mejora

de percepción de riesgo de los clientes. Así, la tasa de interés promedio de los créditos de consumo descendió casi 1 punto porcentual, en comparación a diciembre de 2007 (de 16,3 por ciento a 15,4 por ciento), mientras que la tasa promedio de los créditos hipotecarios disminuyó en 0,2 puntos porcentuales.

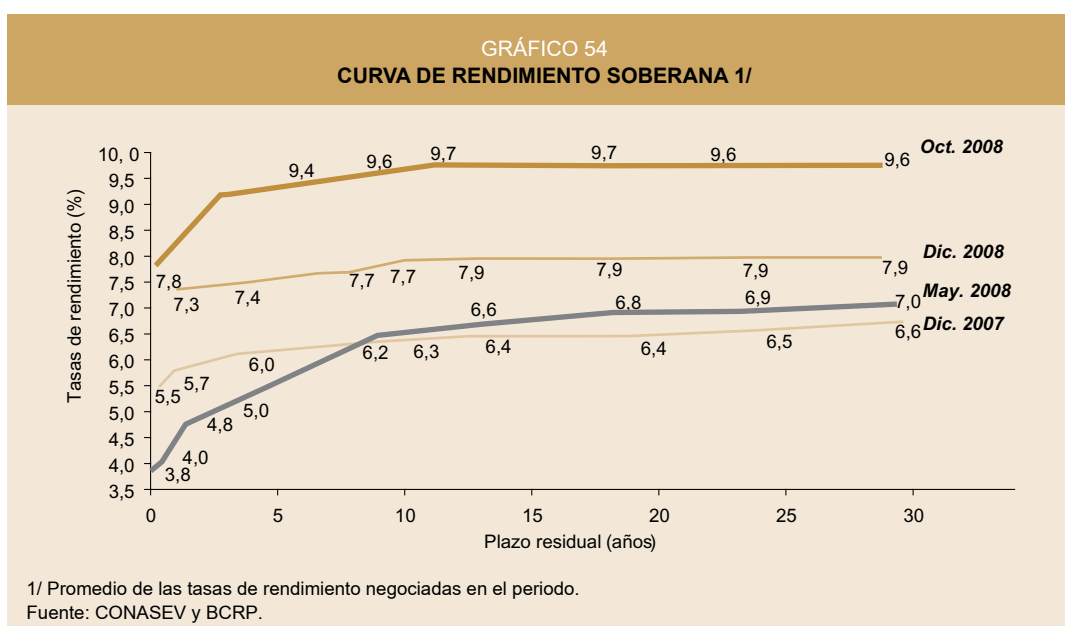
CUADRO 62
TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN DÓLARES
(En porcentajes)

	2006	2007	2008
1. Interbancaria	5,4	5,9	1,0
2. Depósitos hasta 30 días	4,3	4,9	0,9
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,6	3,9	4,5
4. Activa preferencial	6,1	6,4	5,2
5. Préstamos comerciales	9,9	9,2	9,5
6. Préstamos a microempresa	24,7	23,8	23,1
7. Préstamos de consumo	16,1	16,3	15,4
8. Préstamos hipotecarios	9,9	9,8	9,6
9. Tasa libor a 3 meses	5,4	5,0	1,2

Fuente: SBS y BCRP.

En el mercado local de capitales, la evolución de las tasas de interés fue mucho más sensible a las condiciones imperantes en los mercados externos. Durante los primeros meses de 2008, las ingentes entradas de capitales externos hicieron que las tasas de interés del tramo corto de la curva de rendimiento de los bonos soberanos y de certificados del Banco Central se redujeran significativamente (ver curva de rendimiento soberana a mayo de 2008).

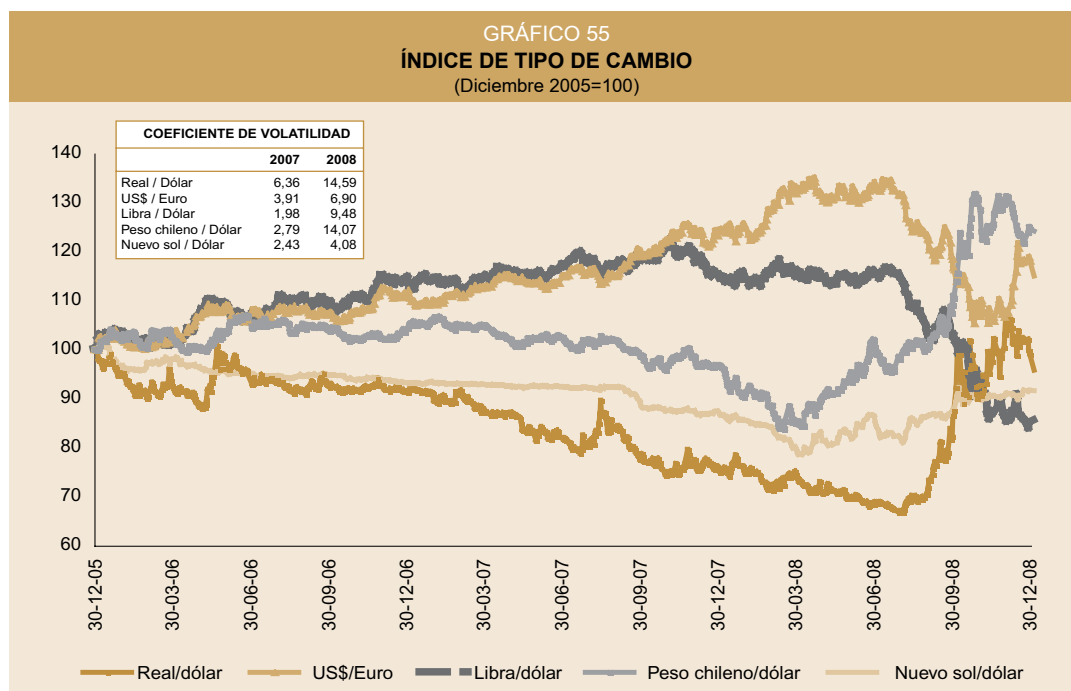
GRÁFICO 54
CURVA DE RENDIMIENTO SOBERANA 1/



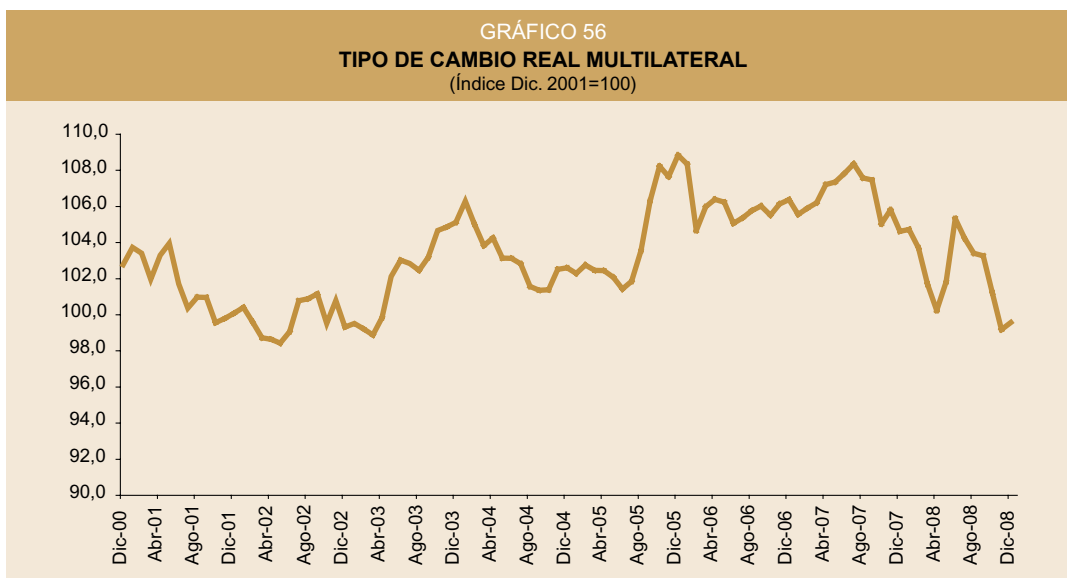
Sin embargo, a partir de setiembre, luego de producirse la quiebra de Lehman Brothers en los Estados Unidos y el desplome de las bolsas a nivel mundial, la curva de rendimientos se elevó abruptamente, alcanzando su nivel máximo en octubre. Posteriormente, al atenuarse los efectos iniciales de la crisis y debido a las acciones de política tomadas por el Banco Central para normalizar el acceso al mercado de capitales, la curva de rendimientos retornó a tasas de magnitudes previas a la crisis. No obstante, la curva de rendimientos, tanto de bonos soberanos como de instrumentos del Banco Central, no logró recuperar los niveles que tenía en diciembre del año previo.

3. Tipo de cambio

El Nuevo Sol se mantuvo relativamente estable durante 2008 a pesar de la alta volatilidad en los mercados financieros internacionales y del comportamiento contrario de otras monedas de la región. Así, el Nuevo Sol se depreció en 4,5 por ciento en términos nominales y en 4,8 por ciento en términos reales a diciembre de 2008, llevando el índice de tipo de cambio real a un valor cercano a su promedio histórico. Esta evolución del Nuevo Sol refleja también el efecto de las intervenciones del Banco Central, mediante compras y ventas de moneda extranjera durante periodos de alta volatilidad en el mercado cambiario. La reducción de la volatilidad del tipo de cambio es fundamental para la altamente dolarizada economía peruana debido a que se evitan los efectos negativos que una depreciación abrupta en el tipo de cambio podría generar en la actividad económica.



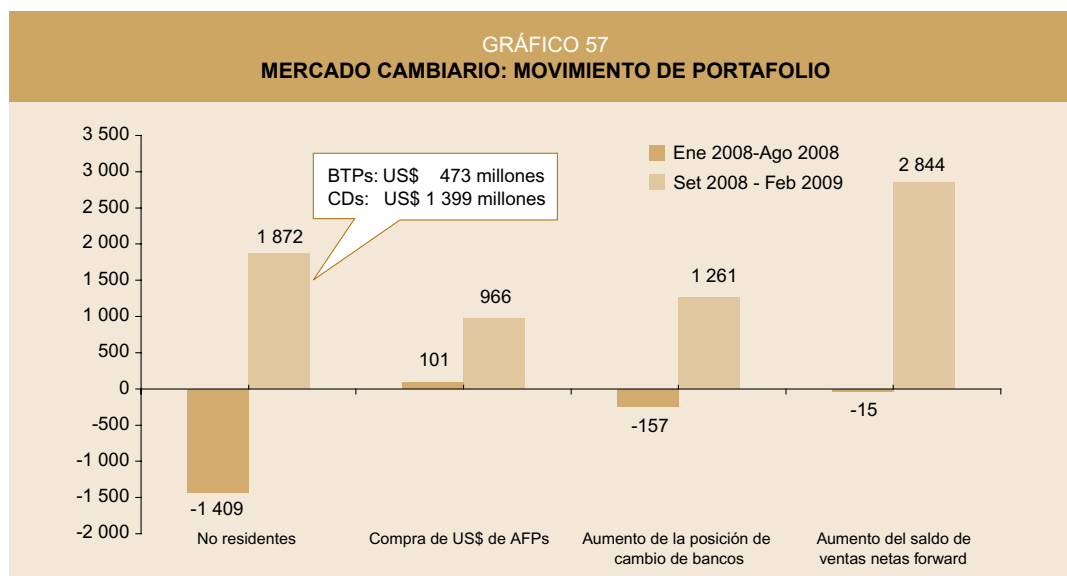
En 2008 se revirtió la tendencia del Nuevo sol a apreciarse, comportamiento observado en años anteriores. Ello estuvo asociado principalmente a la disminución de los términos de intercambio y al deterioro de la demanda mundial por la agudización de la crisis financiera internacional. Dichos factores generaron una recomposición en el portafolio, tanto de inversionistas extranjeros como de empresas financieras y no financieras nacionales que presionaron sobre el tipo de cambio.



Sin embargo, la evolución del tipo de cambio no fue homogénea a lo largo del año. Entre enero y abril de 2008, el tipo de cambio nominal continuó la tendencia a apreciarse mostrada en 2007. Este comportamiento estuvo asociado al significativo flujo de capitales de corto plazo principalmente especulativos, de manera que al 4 de abril se llegó a registrar una apreciación acumulada de 10,1 por ciento.

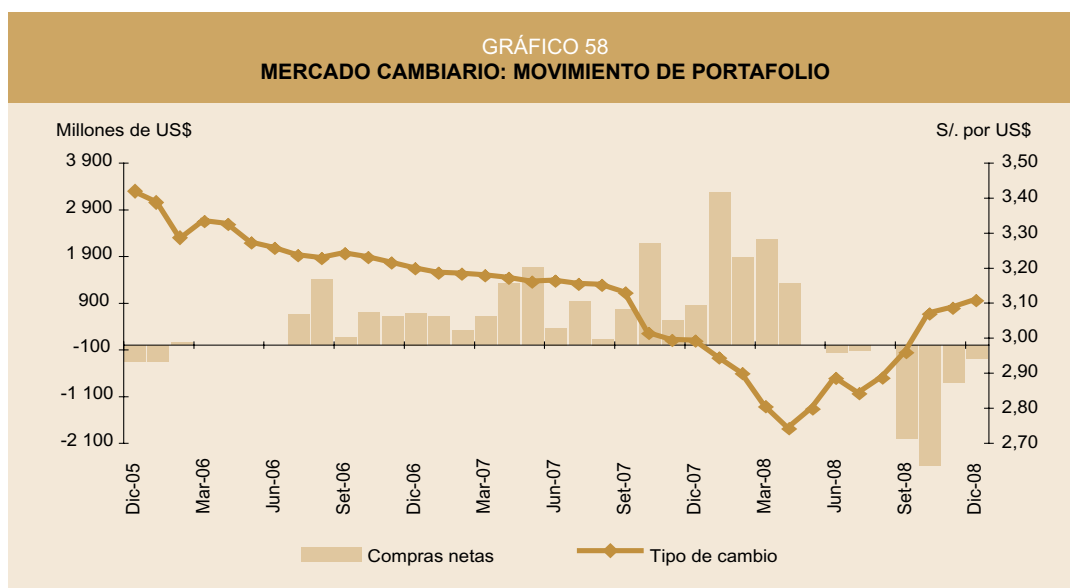
Ante esta situación, el BCRP adoptó medidas para disminuir la entrada de capitales especulativos. Una de las primeras disposiciones adoptadas por el BCRP fue eliminar la libre negociabilidad de los Certificados de Depósitos (CDBCRP). Posteriormente, en abril, el BCRP incrementó la tasa de encaje marginal de 40 a 120 por ciento a las obligaciones en moneda nacional con las entidades financieras no residentes.

En ese contexto el BCRP también intensificó su participación en el mercado cambiario mediante compras netas de moneda extranjera por US\$ 8 849 millones que le permitieron acumular RIN entre enero y agosto de 2008. Tal como se muestra en el siguiente gráfico, las presiones en el mercado



cambiario en este periodo se generaron fundamentalmente en el mercado *spot*. Ello ocurrió debido a que los agentes no residentes usaron sus recursos de moneda extranjera en demandar activos en moneda nacional de bajo riesgo, principalmente bonos del Tesoro (BTPs) y Certificados de Depósitos del BCRP.

A partir de setiembre, luego de la quiebra de Lehman Brothers y con la profundización de la crisis financiera global, los flujos de dinero en el mercado cambiario se revirtieron rápidamente. Así, en el mercado *spot*, la demanda por compras de moneda extranjera por parte del público alcanzaron US\$ 1 872 millones, y la de los bancos US\$ 1 261 millones. En el mercado *forward*, por su lado, la demanda extranjera se elevó a US\$ 2 844 millones. Esta rápida recomposición de portafolio generó fuertes presiones conducentes a la elevación del dólar en el mercado cambiario. Sin embargo, la tendencia fue amortiguada por la intervención del BCRP mediante su venta de moneda extranjera por US\$ 5 695 millones y la colocación de CDR-BCRP por un equivalente a US\$ 1 421,5 millones entre junio y diciembre de 2008. A pesar de ello, el BCRP acumuló reservas internacionales por US\$ 3 507 millones durante 2008, elevando el saldo de US\$ 27 689 millones en diciembre de 2007 a US\$ 31 196 millones en el mismo mes de 2008.



3.1 Riesgo país

La mayor aversión al riesgo llevó a un aumento de la demanda por bonos del Tesoro Americano y a una caída en su rendimiento. El *spread* de los bonos emergentes, medido a través del EMBI Global, también se incrementó, en particular durante el período de mayor incertidumbre en los mercados financieros (setiembre - noviembre de 2008), para luego estabilizarse alrededor de los 700 pbs. Sin embargo, a nivel de países se observa una evolución diferenciada, destacando el aumento del *spread* de los bonos de Argentina.

El riesgo país, medido a través de CDS (Credit Default Swap), también se elevó en las economías de la región. El de Perú se ubica por debajo de la mayoría de países de América Latina, incluso es inferior al de Brasil, que cuenta con similar calificación de riesgo. Los CDS de México y Chile, economías que cuentan

con grado de inversión desde hace muchos años, son los únicos mejor ubicados que el CDS de Perú. Los indicadores de riesgo del Perú se benefician de los sólidos fundamentos que llevaron al país a convertirse en acreedor neto internacional.

CUADRO 63
RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO DE EE.UU. Y SPREADS DE MERCADOS EMERGENTES*

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Variación 2008-2007
%							
Tasas del Tesoro de EE.UU.							
3 meses	0,922	2,217	4,079	5,011	3,242	0,081	-3,16
2 años	1,823	3,069	4,404	4,812	3,051	0,776	-2,28
10 años	4,248	4,220	4,393	4,704	4,025	2,229	-1,80
PBS.							
EMBIG	403	347	237	171	255	724	470
América Latina	518	415	272	180	275	746	471
Brasil	459	376	308	190	220	429	209
Colombia	427	332	244	161	195	498	303
Chile	90	64	80	84	151	343	192
México	201	174	143	115	172	434	262
Argentina	5 485	4 527	504	216	410	1 704	1 294
Perú	325	239	257	118	178	509	331
CDS (Credit Default Swap) 5 años							
Brasil	404	305	225	100	103	338	235
Colombia	441	341	167	114	130	485	355
México	122	80	63	41	69	285	215
Argentina	n.a.	n.a.	367	203	462	4 550	4 088
Perú	292	204	221	91	116	335	219

* Datos a fin de periodo.
Fuente: Bloomberg y Reuters.

4. Agregados monetarios y crediticios

La evolución de los agregados monetarios y crediticios del país a inicios de 2008 estuvo influenciada por la continuidad de los altos niveles de crecimiento de la actividad económica, mayor grado de intermediación financiera de la economía y desdolarización de activos financieros, a lo que se sumó un escenario de ingresos de capitales de corto plazo para compra de activos líquidos en soles.

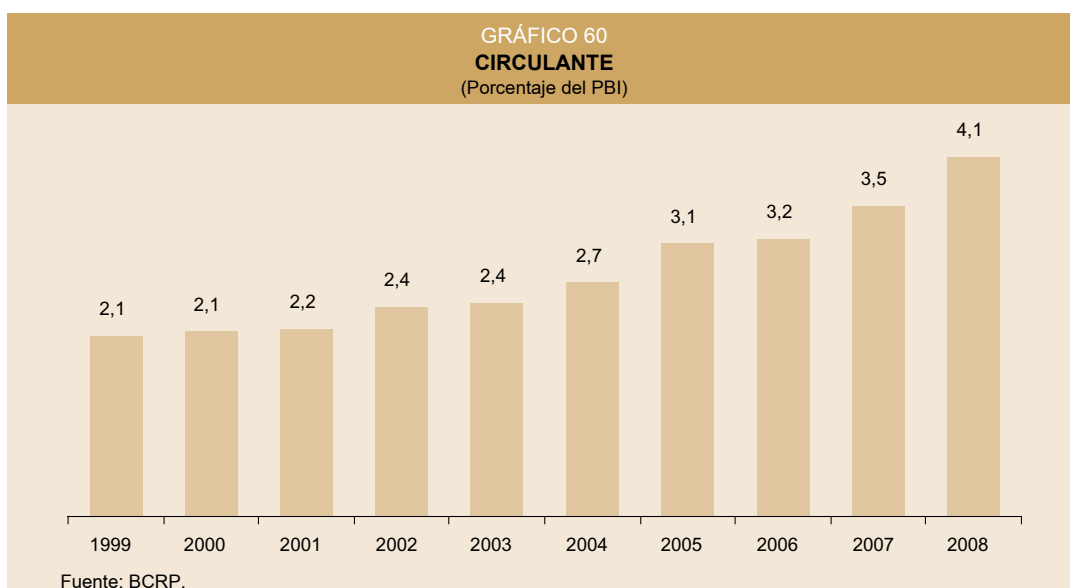
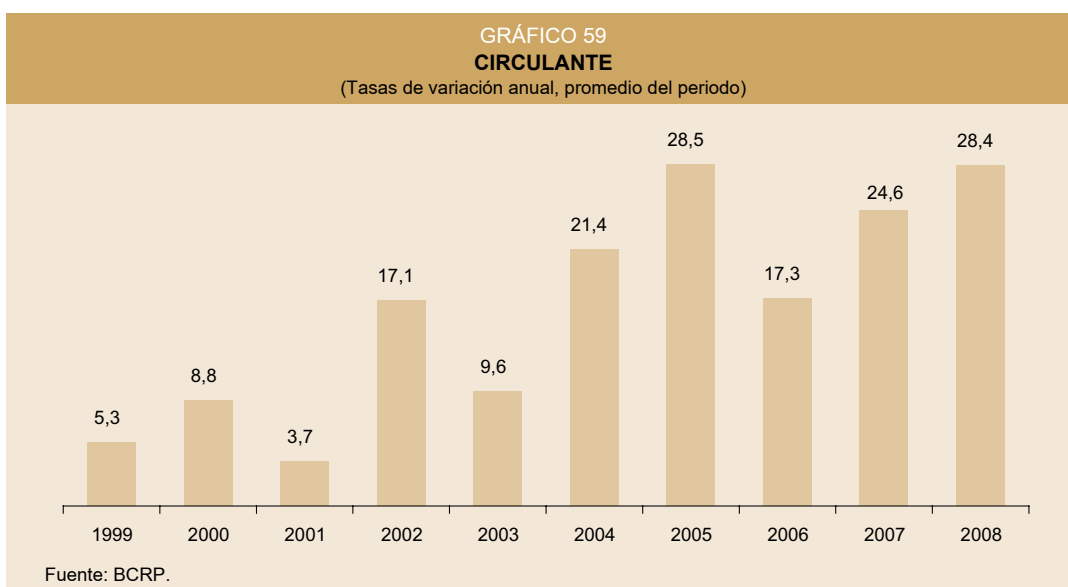
En abril, la liquidez total del sector privado creció en 26,0 por ciento (variación de los últimos 12 meses), debido principalmente al incremento de la liquidez en soles que registró su máxima expansión anual (55,1 por ciento). Las medidas de política implementadas posteriormente -elevaciones de la tasa de referencia e incrementos de las tasas de encaje en soles y dólares- moderaron el dinamismo de la liquidez y el crédito en los meses siguientes.

La profundización de la crisis internacional desde setiembre impactó sobre los niveles de los agregados monetarios y crediticios a finales de 2008, los que tuvieron tasas de crecimiento menores en comparación

a 2007. En el caso de las variables en soles, la liquidez tuvo una desaceleración mayor que el crédito, mientras que para el caso de los indicadores en dólares, el financiamiento tuvo una desaceleración mayor que la liquidez. Esto reveló el deseo del público de incrementar sus posiciones largas en dólares (depósitos) y adquirir deudas en soles.

4.1 Circulante

El saldo promedio del circulante creció en 28,4 por ciento en 2008, más que en 2007 (24,6 por ciento), ubicándose a un nivel de 4,1 por ciento del PBI. Este aumento fue consistente con la mayor actividad económica y el menor grado de dolarización, principalmente observados durante los primeros nueve meses del año.



El flujo del circulante creció en S/. 2 478 millones en 2008, considerándose los saldos de finales de año. El BCRP preventivamente incrementó su posición de cambio en US\$ 7 678 millones durante el primer semestre, producto de sus compras esterilizadas de divisas que efectuó en un contexto de fuerte ingreso de capitales de corto plazo. Entre enero y junio de 2008, el BCRP realizó compras netas de moneda extranjera ascendientes a US\$ 8 564 millones.

Durante el segundo semestre, cuando los capitales comenzaron a salir, el Banco Central procedió a vender divisas, compensando su efecto contractivo en la liquidez en soles mediante la compra temporal de títulos valores (*repos*). A finales de 2008, el aumento de su posición de cambio fué de US\$ 1 743 millones. Como resultado, el flujo de circulante durante 2008 se explicó principalmente por las operaciones de compra temporal de títulos valores (S/. 5 412 millones) y los vencimientos netos de certificados de depósito del BCRP (S/. 2 829 millones), cuyo efecto fue amenguado por el incremento de depósitos del sector público (S/. 6 644 millones).

CUADRO 64
OPERACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
(Miles de nuevos soles)

	2006	2007	2008
I. POSICIÓN DE CAMBIO	11 696	26 464	4 114
(Millones de US\$)	3 636	8 536	1 743
1. Operaciones cambiarias	2 861	7 070	488
A. Operaciones en Mesa de Negociación	3 944	10 306	2 754
B. Sector público	- 1 084	- 3 275	- 2 316
C. Otros	1	39	50
2. Resto de operaciones	775	1 466	1 256
II. ACTIVO INTERNO NETO	- 10 044	- 23 294	- 1,636
1. Depósitos sector público	- 5 434	- 6 751	- 6 644
2. Compra temporal de títulos valores	- 2 850	0	5 412
3. Certificados de Depósito BCRP	-389	- 13 393	13 737
4. Certificados de Depósito Reajustables BCRP	1 202	0	- 4 425
5. Certificados de Depósito BCRP con negociación restringida	0	0	- 6 483
6. Depósitos overnight	- 188	227	- 3
7. Encaje en moneda nacional	- 488	- 746	- 2 053
8. Resto	- 1 897	- 2 631	- 1 177
III. CIRCULANTE	1 652	3 170	2 478
Nota: Saldo fin de periodo			
- CDBCRP	8 066	21 458	7 721
- CDR-BCRP	0	0	4 465
- CDBCRP con negociación restringida	0	0	6 483
- Depósitos sector público	10 172	16 924	23 568

Fuente: BCRP.

4.2 Liquidez del sector privado

La mayor demanda del público por circulante implicó un mayor ritmo de expansión de los agregados monetarios en moneda nacional. El crecimiento de la liquidez promedio en nuevos soles aumentó de 31,5 por ciento en 2007 a 42,4 por ciento en 2008, lo que representó asimismo el incremento de su importancia en términos del PBI, al pasar de 11,0 por ciento del PBI en 2007 a 14,2 por ciento en 2008.

El aumento en términos promedio de la liquidez en soles en 42,4 por ciento en 2008 -así como del circulante en 28,4 por ciento- fue consistente con un crecimiento promedio del PBI nominal de 11,1 por ciento, la caída de la velocidad de circulación de 22,0 por ciento y una disminución del multiplicador de 4,1 por ciento.

La disminución del multiplicador promedio (4,1 por ciento) obedeció, principalmente, al incremento de la tasa media de encaje debido al mayor requerimiento de encaje en soles -de 10,0 por ciento en 2007 a 16,4 por ciento en 2008-, que predominó sobre la disminución de la preferencia por circulante, de 32,1 por ciento a 29,0 por ciento, entre 2007 y 2008.

LIQUIDEZ PROMEDIO EN NUEVOS SOLES DEL SECTOR PRIVADO (Variación porcentual promedio del año)									
	Deflactor del PBI	Variación del PBI		Velocidad de circulación	Liquidez en moneda nacional	Componentes de la oferta monetaria			
		Real	Nominal			Emisión primaria			Multiplicador
						Circulante	Encaje	Total	
2006	7,2	7,7	15,5	- 2,0	17,9	17,3	16,9	17,2	0,6
2007	2,0	8,9	11,1	- 15,5	31,5	24,6	24,4	24,6	5,6
2008	1,1	9,8	11,1	-22,0	42,4	28,4	143,2	48,5	- 4,1

Fuente: BCRP.

La liquidez del sector privado en moneda nacional redujo su tasa de expansión desde 33,6 por ciento en 2007 hasta 26,5 por ciento en 2008, considerando la información de finales de período. Los activos de valor (depósitos de ahorro y depósitos a plazo) crecieron más que los activos transaccionales (circulante y depósitos a la vista). En particular, los depósitos a plazo continuaron siendo los más dinámicos, aunque su tasa de expansión en 2008 (41,3 por ciento) fue menor que la del año previo (49,9 por ciento).

La liquidez en dólares registró una tasa de crecimiento de 18,1 por ciento, muy similar al año previo. Todas las modalidades de depósito en moneda extranjera tuvieron una variación positiva: los depósitos a plazo en esta moneda crecieron en 16,6 por ciento (20,9 por ciento en 2007), mientras que los depósitos de ahorro lo hicieron en 18,6 por ciento (6,9 por ciento en 2007).

CUADRO 66
PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS
 (Datos de fin de periodo)

	Saldos en millones de nuevos soles			Variaciones %	
	2006	2007	2008	2007	2008
Circulante	11 687	14 857	17 336	27,1	16,7
Dinero	18 918	24 753	28 852	30,8	16,6
Liquidez	68 931	84 067	105 211	22,0	25,2
En nuevos soles	33 573	44 862	56 742	33,6	26,5
En dólares (millones de US\$)	11 049	13 068	15 436	18,3	18,1

Fuente: BCRP.

CUADRO 67
LIQUIDEZ DEL SECTOR PRIVADO EN MONEDA NACIONAL

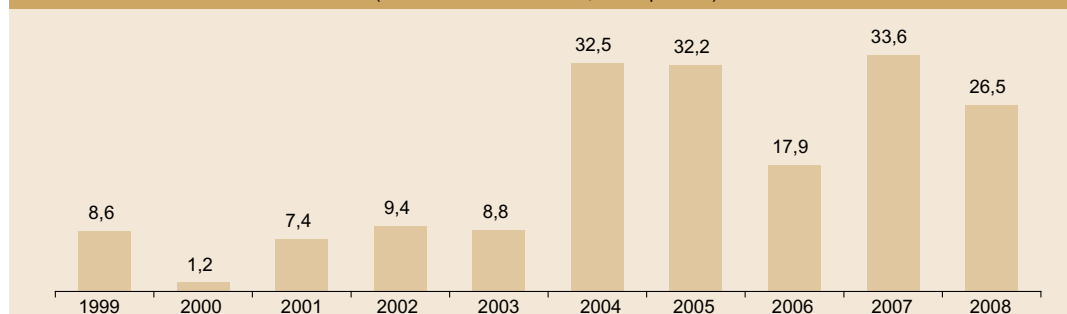
	Saldos en millones de nuevos soles			Tasas de crecimiento	
	2006	2007	2008	2007	2008
Circulante	11 687	14 857	17 336	27,1	16,7
Depósitos a la vista	7 231	9 895	11 516	36,8	16,4
Depósitos de ahorro	6 658	8 543	11 667	28,3	36,6
Depósitos a plazo	7 318	10 972	15 506	49,9	41,3
Valores y otros	678	594	717	- 12,4	20,6
TOTAL	33 573	44 862	56 742	33,6	26,5

LIQUIDEZ DEL SECTOR PRIVADO EN MONEDA EXTRANJERA

	Saldos en millones de US\$			Tasas de crecimiento	
	2006	2007	2008	2007	2008
Depósitos a la vista	2 668	3 368	4 042	26,2	20,0
Depósitos de ahorro	2 654	2 837	3 365	6,9	18,6
Depósitos a plazo	5 607	6 777	7 899	20,9	16,6
Valores y otros	120	86	130	- 28,2	50,0
TOTAL	11 049	13 068	15 436	18,3	18,1

Fuente: BCRP.

GRÁFICO 61
LIQUIDEZ DEL SECTOR PRIVADO EN NUEVOS SOLES
 (Tasas de variación anual, fin de periodo)



Fuente: BCRP.

4.3 Crédito al sector privado

Durante 2008 el crédito total al sector privado creció a una tasa de 32,7 por ciento, la mayor tasa anual de crecimiento desde 1996. Si se aísla el efecto de la variación del tipo de cambio, el crédito total aumentó en 29,3 por ciento, tasa ligeramente menor a la observada en 2007 (32,9 por ciento). La tasa de incremento del crédito en soles fue 46,4 por ciento, mayor que la de 2007 (37,9 por ciento), mientras que la tasa de aumento del crédito en dólares fue 16,7 por ciento, menor que la de 2007 (29,5 por ciento). Por tanto el coeficiente de dolarización del crédito al sector privado disminuyó de 57 a 52 por ciento.



El mayor dinamismo que tuvo el crédito al sector privado en moneda nacional se debió a la aceleración de los préstamos dirigidos a los sectores productivos, créditos corporativos y crédito a microempresa.⁸ Por el contrario, el crédito otorgado a personas (de consumo e hipotecario) creció a una menor tasa en comparación a 2007. Esto es señal de que las instituciones financieras comenzaron a mostrar una mayor cautela en otorgar créditos personales, en una coyuntura de mayor incertidumbre producto de la recesión mundial. No obstante, los créditos hipotecarios fueron los más dinámicos en soles, crecieron a una tasa anual de 83,2 por ciento.

Para fines de comparación se han corregido las series estadísticas de los créditos de consumo e hipotecario en diciembre de 2008, cuando los bancos procedieron a reclasificar parte de su cartera de créditos de consumo como créditos hipotecarios, en aplicación del nuevo Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones (Resolución SBS N° 808-2003)⁹.

8 Los créditos corporativos comprenden los créditos comerciales más las inversiones en valores emitidos por empresas del sector privado.

9 En diciembre de 2008 las empresas bancarias reclasificaron los créditos inmobiliarios que eran considerados como créditos de consumo hasta noviembre de 2008, porque a la fecha de la operación no era posible constituir hipoteca individualizada que deriva del financiamiento otorgado.

CUADRO 68
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA NACIONAL, POR TIPO DE CRÉDITO

	Saldos en millones de nuevos soles			Variación %	
	2006	2007	2008	2007	2008
Créditos corporativos	9 452	12 142	18 259	28,5	50,4
Créditos a microempresa	3 689	5 175	8 739	40,3	68,9
Créditos de consumo	10 157	14 246	18 562	40,3	30,3
Créditos hipotecarios	889	1 786	3 272	100,9	83,2
TOTAL	24 186	33 348	48 832	37,9	46,4

Fuente: SBS y BCRP.

Por tipo de institución financiera, el financiamiento de las cajas municipales tuvo la tasa de crecimiento más alta (56,5 por ciento) seguido de cerca por el crédito de las empresas bancarias (53,4 por ciento). En ambos casos, las tasas de incremento fueron mayores que las del año previo. El crédito de las empresas financieras se contrajo en 19,8 por ciento como consecuencia de la conversión de la ex financiera Cordillera en Banco Ripley a partir de enero de 2008. En conjunto, el crédito en soles del segmento de microfinanzas se aceleró desde 13,8 por ciento durante 2007 a 38,9 por ciento en 2008. Ello evidencia una mayor demanda por créditos en moneda local, en un contexto de volatilidad cambiaria.

CUADRO 69
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA NACIONAL, POR INSTITUCIÓN

	Saldos en millones nuevos soles			Variaciones %	
	2006	2007	2008	2007	2008
Empresas bancarias	17 669	25 195	38 648	42,6	53,4
Banco de la Nación	1 330	2 237	1 993	68,2	- 10,9
Banca de fomento	130	158	193	21,6	22,5
Instituciones de microfinanzas	5 058	5 758	7 997	13,8	38,9
Cajas municipales	2 400	3 192	4 996	33,0	56,5
Cajas rurales	462	669	927	44,8	38,4
Cooperativas de ahorro y crédito	758	952	1 317	25,6	38,3
Empresas financieras	1 437	945	758	- 34,3	- 19,8
TOTAL	24 186	33 348	48 832	37,9	46,4

Fuente: BCRP.

El crédito en moneda extranjera al sector privado tuvo una desaceleración que afectó tanto al financiamiento otorgado a los sectores productivos (corporativo y microempresa) como a las personas (consumo e hipotecario). Por tipo de institución financiera, el crédito de las empresas bancarias creció a una tasa de 18,1 por ciento, menor que la de 2007 (31,7 por ciento) pero el financiamiento de las instituciones de microfinanzas se contrajo en 6,4 por ciento. Esta caída del crédito en dólares de las instituciones de microfinanzas se explica, exclusivamente, por las cajas municipales (23,5 por ciento),



cuya política fue otorgar créditos mayormente en soles para reducir el posible impacto de la crisis financiera sobre los deudores.

CUADRO 70
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA EXTRANJERA, POR TIPO DE CRÉDITO

	Saldos en millones de US\$			Variación %	
	2006	2007	2008	2007	2008
Créditos corporativos	7 933	10 721	12 891	35,2	20,2
Créditos a microempresa	396	463	423	17,0	- 8,7
Créditos de consumo	830	1 051	1 180	26,6	12,3
Créditos hipotecarios	2 057	2 290	2 456	11,3	7,3
TOTAL	11 216	14 525	16 950	29,5	16,7

Fuente: SBS y BCRP.

CUADRO 71
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA EXTRANJERA, POR TIPO DE INSTITUCIÓN

	Saldos en millones US\$			Variación %	
	2006	2007	2008	2007	2008
Empresas bancarias	10 370	13 657	16 125	31,7	18,1
Banco de la Nación	14	12	11	- 15,3	- 2,2
Banca de fomento	2	2	2	--	--
Instituciones de microfinanzas	673	696	651	3,5	- 6,4
Cajas municipales	349	370	283	6,2	- 23,5
Cajas rurales	55	48	48	- 12,5	0,6
Cooperativas de ahorro y crédito	224	250	285	11,6	13,9
Empresas financieras	46	28	35	- 38,1	24,5
TOTAL	11 059	14 367	16 789	29,5	16,7

Fuente: BCRP.

5. Calidad de cartera de las empresas bancarias

A pesar de la crisis financiera externa, los indicadores financieros de las empresas bancarias en el país continuaron mejorando durante 2008, reflejo de la mejor capacidad de pago de los clientes en un contexto de expansión económica. Así, el coeficiente de cartera atrasada de las empresas bancarias se mantuvo en mínimos históricos de 1,3 por ciento durante 2008, mientras que el nivel de cobertura de la cartera morosa alcanzó niveles de 151,4 por ciento. Asimismo, el coeficiente de rentabilidad sobre patrimonio (ROE) aumentó de 27,9 a 31,1 por ciento, pese a la reducción de márgenes operativos. Dicho comportamiento positivo ocurrió gracias a la mejora en la organización y eficiencia de las entidades financieras, así como a la mayor rentabilidad que les otorgaron sus inversiones en Certificados de Depósito del BCRP.



CUADRO 72
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS
 (En porcentajes)

	2006	2007	2008
Cartera atrasada / colocaciones brutas 1/	1,6	1,3	1,3
Provisión para colocaciones / cartera morosa 2/	100,3	124,4	151,4
Ratio de rentabilidad del patrimonio (ROE)	23,9	27,9	31,1

1/ Créditos vencidos y en cobranza judicial.

2/ Cartera atrasada más créditos refinanciados y reestructurados.

Fuente: SBS.

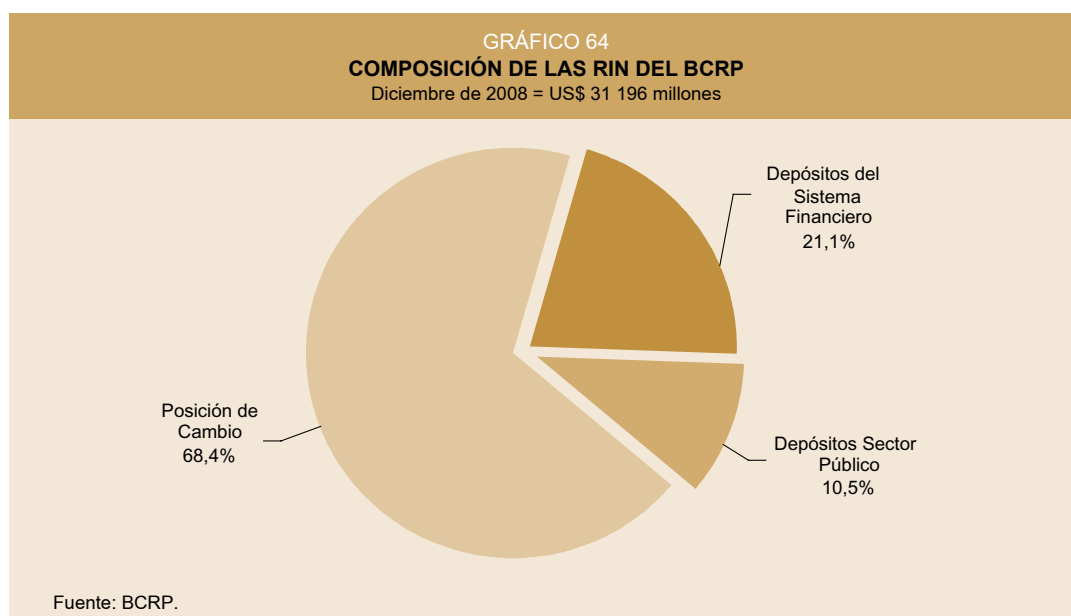
6. Reservas internacionales netas (RIN)

En el año 2008 continuó la mejora de la posición de la liquidez internacional del país, la cual se reflejó en un aumento de las RIN del Banco Central de Reserva en US\$ 3 507 millones, que alcanzaron un nivel de US\$ 31 196 millones al cierre del año.

GRÁFICO 63
RESERVA INTERNACIONAL Y POSICIÓN DE CAMBIO BCRP
 (Millones de US\$)



Los factores que contribuyeron al incremento de las RIN en 2008 fueron las compras netas de divisas en Mesa de Negociación (US\$ 2 754 millones), el aumento de los depósitos de las entidades financieras en el Instituto Emisor (US\$ 1 946 millones) y el rendimiento neto del portafolio de inversiones (US\$ 1 048 millones). No obstante, estas operaciones fueron compensadas en parte por las ventas de divisas al Tesoro Público para el pago de deuda externa, que sumaron US\$ 2 192 millones. Al igual que las RIN, la posición de cambio del BCRP creció en US\$ 1 743 millones, a menor ritmo que en 2007, alcanzando un saldo de US\$ 21 365 millones al cierre de diciembre de 2008.



La participación de la posición de cambio respecto de las RIN disminuyó ligeramente desde 71 por ciento a 68 por ciento a finales de 2008. Otros componentes de las RIN al cierre de 2008 fueron los encajes y depósitos en dólares del sistema financiero en el BCRP (21 por ciento) y los depósitos en dólares del sector público (10 por ciento).

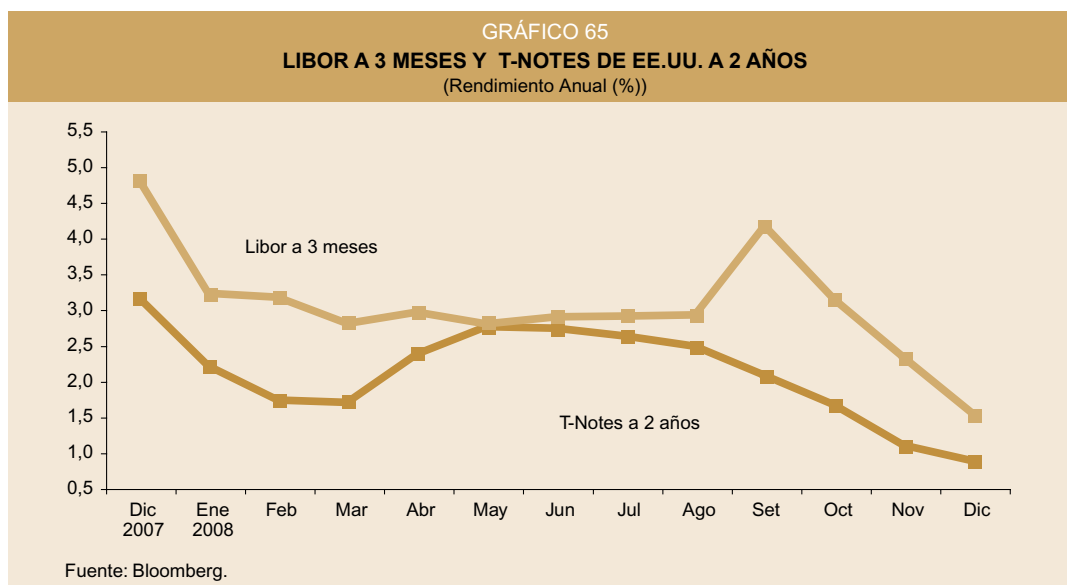
6.1 Administración de las Reservas Internacionales

Al cierre de 2008 las Reservas Internacionales Brutas (RIB) alcanzaron US\$ 31 233 millones, monto superior en US\$ 3 513 millones al correspondiente a diciembre de 2007. En dicho año aumentaron las Reservas Internacionales Netas (RIN) y la Posición de Cambio del BCRP, en US\$ 3 507 millones y US\$ 1 743 millones, respectivamente.

Así, las RIN equivalían a 13 meses de importaciones a fines de 2008, 3,5 veces los pasivos externos de corto plazo y 4,4 veces el saldo de la emisión primaria.

CUADRO 73 ELEVADO NIVEL DE RESERVAS INTERNACIONALES FORTALECE LA POSICIÓN DE LA LIQUIDEZ INTERNACIONAL DEL PERÚ	
RIN en US\$ 31,2 millones	<ul style="list-style-type: none"> • 3,5 veces la deuda a 1 año (deuda de corto plazo más amortizaciones de la deuda de largo plazo) • 4,4 veces la emisión primaria • 13 meses de importaciones

La Reserva Federal (FED) fue disminuyendo gradualmente su tasa de referencia, desde 4,25 por ciento en 2007, hasta un rango entre 0 y 0,25 por ciento a fines de 2008¹⁰. Esta política monetaria influyó en la marcada tendencia descendente de la tasa Libor, en tanto que los rendimientos de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos de América fueron afectados, además, por la mayor demanda en su calidad de activo de refugio.



Uno de los primeros sectores afectados por la crisis financiera global fue el bancario, pues se desató una crisis de confianza en ese sector y un incremento significativo de su riesgo de crédito, especialmente en setiembre cuando aumentó sustancialmente la tasa Libor.

Bajo este escenario de mayor riesgo, la gestión del portafolio de inversiones se orientó hacia una posición más conservadora, disminuyó marcadamente la exposición al riesgo bancario y se incrementaron las inversiones diversificadas en valores de alta calidad crediticia. Asimismo, se adoptaron algunas desviaciones tácticas temporalmente, cuando las circunstancias fueron propicias para mejorar el rendimiento del portafolio. Asimismo, la duración del portafolio se incrementó en la segunda mitad del año, en un contexto de marcadas expectativas de reducción de tasas de interés a nivel mundial.

6.2 Composición de los activos internacionales de reserva

A fines de 2008, el 87 por ciento de los Activos Internacionales de Reserva (AIR) estaba invertido en valores líquidos de alta calidad crediticia, el 9 por ciento en bancos del exterior de primer orden, y el restante 4 por ciento en oro y otros activos. La cartera de valores estaba compuesta por títulos de deuda emitidos por emisores soberanos, organismos supranacionales o entidades públicas extranjeras con calificativos crediticios de largo plazo, iguales o superiores a AA-, y emisiones del Banco de Pagos Internacionales.

¹⁰ La tasa objetivo de fondos federales disminuyó el 22 y el 30 de enero a 3,5% y 3,0%, respectivamente; el 18 de marzo a 2,25%; el 30 de abril a 2,0%; el 8 y el 29 de octubre a 1,5% y 1,0%, respectivamente; finalmente, el 16 de diciembre a un rango entre 0% y 0,25%.

Los activos internacionales de reserva líquidos¹¹ al cierre de 2008 alcanzaron US\$ 30 330 millones. Los ingresos¹² generados al rentabilizar dichos activos se estiman en US\$ 1 199 millones, un aumento con respecto al año anterior (en 2007 fue de US\$ 987 millones) que se explica, principalmente, por la coyuntura internacional de menores tasas de interés.

CUADRO 74
ACTIVOS INTERNACIONALES DE RESERVA
(Millones de US\$)

Rubro	31.12.2007		31.12.2008	
	Monto	%	Monto	%
Depósitos en el exterior	9 568	34,5	2 656	8,5
Valores	16 834	60,7	27 178	87,0
Oro	928	3,3	983	3,1
Otros 1/	390	1,4	416	1,3
TOTAL	27 720	100,0	31 233	100,0

1/ Incluye aporte al FLAR y saldos de activos por convenios internacionales.

Con relación a la estructura por monedas, aumentó la participación de monedas distintas al dólar de los Estados Unidos. Disminuyeron las inversiones a plazos menores a 3 meses (principalmente depósitos a plazo), en favor de una mayor participación de las inversiones entre 3 y 12 meses, y las de más de 1 año. Respecto a la calidad de la cartera, un 86 por ciento se mantiene en entidades con calificativo crediticio de largo plazo de **AAA**, y el resto en instituciones con calificativo de **AA-** o mayor. En el año, la duración promedio del portafolio de inversiones fue 1,23 años.

CUADRO 75
COMPOSICIÓN DE ACTIVOS LÍQUIDOS INTERNACIONALES
(Estructura porcentual)

Rubro	31.12.2007	31.12.2008
1. Por monedas y oro	100,0	100,0
US\$	85,6	83,2
Otras monedas	12,7	15,2
Oro	1,7	1,6
2. Por plazo de vencimiento	100,0	100,0
0-3 meses	43,0	27,8
3-12 meses	12,3	22,4
mayor a 1 año	44,7	49,8
3. Por calificativo de largo plazo	100,0	100,0
AAA	63,8	85,6
AA+ / AA / AA-	36,2	13,3
A+	0,0	1,1

Fuente: BCRP.

11 AIR menos suscripción de capital en el FLAR, saldo de convenios internacionales (ALADI) y tenencias de oro en bóveda, principalmente.

12 Comprende intereses devengados, ganancias contables por venta de valores y amortización de prima o descuento por la tenencia de valores. No se incluye las ganancias/pérdidas cambiarias.

7. Ahorro financiero y mercado de capitales

El ahorro financiero incluye el total de activos de las empresas y hogares en el sistema financiero, bajo la forma de depósitos de ahorro, depósitos a plazo, valores, participaciones de fondos mutuos, seguros de vida y aportes a fondos privados de pensiones.

Durante 2008, el ahorro financiero se incrementó en promedio en 11,0 por ciento con relación a 2007, tasa de crecimiento menor a la registrada en dicho año (33,4 por ciento). Este resultado se debió sobre todo a la pérdida de valor de los fondos privados de pensiones, como consecuencia de sus inversiones en acciones afectadas por la caída de los índices bursátiles. Como porcentaje del PBI, el ahorro financiero se mantuvo en niveles de 36,6 por ciento.

CUADRO 76
AHORRO FINANCIERO
(Saldo promedio del periodo, en porcentaje del PBI)

	Moneda Nacional	Moneda Extranjera	Total
1999	7,1	17,7	24,8
2000	7,9	17,5	25,5
2001	9,1	17,5	26,6
2002	10,6	16,8	27,4
2003	12,1	16,3	28,4
2004	13,4	14,7	28,1
2005	15,4	13,6	29,0
2006	17,2	13,4	30,5
2007	23,1	13,6	36,7
2008	23,7	12,9	36,6

Fuente: BCRP.

Por monedas, el ahorro financiero en soles, que incluye los aportes de los trabajadores al sistema privado de pensiones, registró una tasa de crecimiento de 13,9 por ciento, visiblemente menor a la de 2007 (49,4 por ciento). Sin embargo, su participación como porcentaje del PBI aumentó ligeramente de 23,1 por ciento a 23,7 por ciento. El ahorro financiero en dólares, que consiste mayormente en depósitos en dicha moneda, creció 12,8 por ciento, aunque su participación con respecto al PBI disminuyó de 13,6 por ciento en 2007 a 12,9 por ciento.

7.1 Mercado primario de renta fija

Al cierre de 2008 el saldo de instrumentos de renta fija en circulación emitidos por empresas del sector privado aumentó en 9,3 por ciento con relación a 2007.¹³ El número de emisores, excluyendo a las empresas del sistema financiero, se redujo de 55 a 51.¹⁴

Por tipo de emisor, el saldo de instrumentos emitidos por empresas no financieras disminuyó en 0,2 por ciento, aislando el efecto de la variación del tipo de cambio. El saldo de instrumentos de empresas financieras, en cambio, se incrementó en 33,6 por ciento, elevando su participación sobre el total de 28,2 a 34,5 por ciento.

Por monedas, la participación de los instrumentos en soles con respecto del total aumentó de 35,5 por ciento en diciembre de 2007 a 40 por ciento en diciembre de 2008. Ello implicó una pérdida de participación de los bonos en dólares, desde 54,6 por ciento hasta 50 por ciento.

Las tasas de interés de las emisiones tuvieron un incremento en comparación al año anterior, especialmente a partir del cuarto trimestre. Así, la tasa de una emisión de riesgo triple A a 3 años, que era en promedio a 6,4 por ciento a finales de 2007, aumentó hasta 8,2 por ciento hacia finales de 2008. Asimismo, la tasa de una emisión de igual riesgo a 10 años aumentó de 6,8 por ciento a finales de 2007 a 8,7 por ciento en agosto de 2008, que fue la última vez que se colocó.

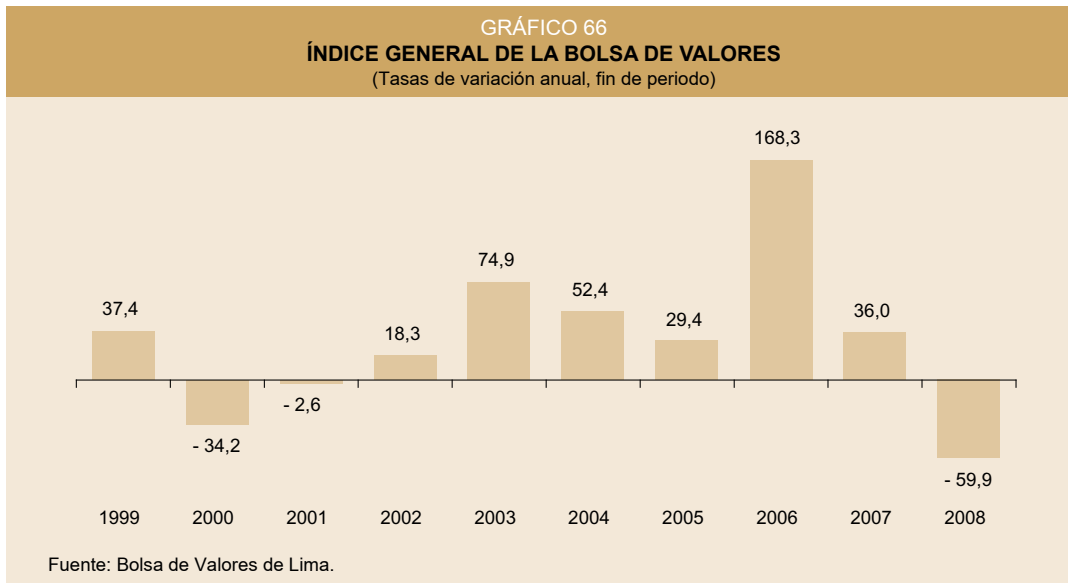
Las empresas que emitieron mayores montos en soles fueron Banco de Crédito (S/. 510 millones), Telefónica del Perú (S/. 316 millones) e Interbank (S/. 246 millones).

7.2 Mercado bursátil

El Índice General (IGBVL) tuvo una caída anual de 59,9 por ciento, mientras que el Índice Selectivo (ISBVL) -que registra las 15 acciones más representativas- arrojó un descenso de 60,0 por ciento. Este comportamiento fue consecuencia de los efectos de la crisis financiera internacional, que afectó los precios de las materias primas, especialmente minerales, que tienen mayor incidencia sobre la bolsa local.

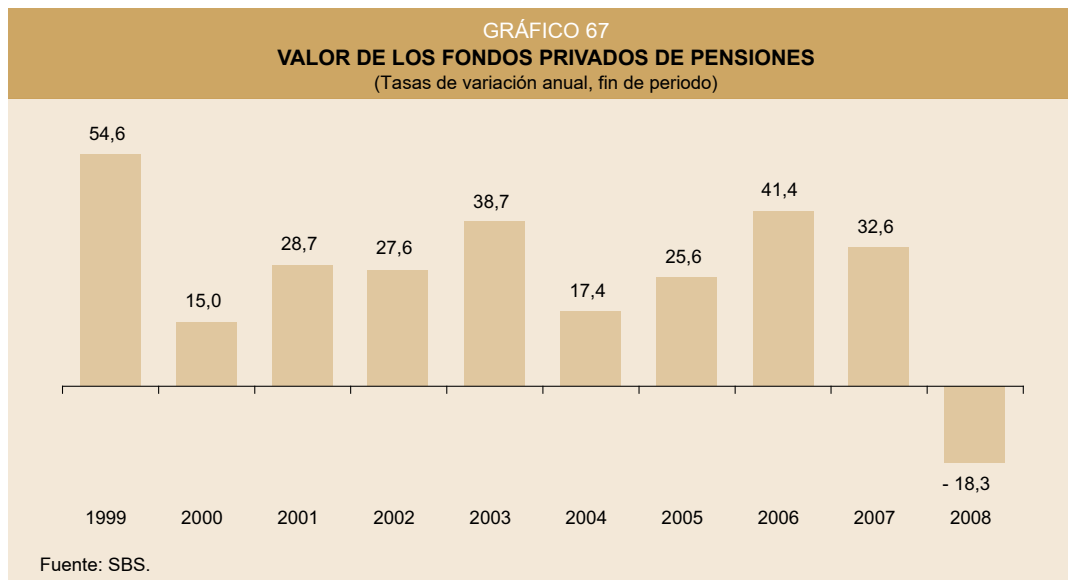
13 Comprende solo emisiones de bonos e instrumentos de corto plazo, efectuadas en el mercado interno mediante oferta pública.

14 Comprende emisores de bonos e instrumentos de corto plazo.



7.3 Sistema privado de pensiones

La caída de los índices bursátiles afectó el crecimiento de los fondos privados de pensiones cuyo valor disminuyó 18,3 por ciento con relación al año previo. A pesar de ello, la rentabilidad promedio de los últimos 15 años se mantuvo en 7,5 por ciento en términos reales. El número de afiliados continuó creciendo, esta vez en 4,8 por ciento sobrepasando los 4,2 millones.



La composición del portafolio se inclinó fuertemente hacia las inversiones de renta fija nacionales, como valores gubernamentales, depósitos y bonos de empresas privadas. Al mismo tiempo, la participación de las acciones dentro del portafolio de inversiones se redujo en más de 15 puntos porcentuales, desde 39,5 hasta 23,6 por ciento. Las inversiones en el exterior disminuyeron levemente su participación de 13,3 a 12,4 por ciento, debido a la menor participación en fondos mutuos internacionales.



CUADRO 77
ESTRUCTURA DE PORTAFOLIO DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES
 (En porcentajes)

	2006	2007	2008
a. VALORES GUBERNAMENTALES	19,1	21,9	25,2
Bonos soberanos domésticos	17,0	20,6	24,3
Valores del Banco Central	1,3	1,3	0,9
Bonos Globales y Brady	0,8	0,0	0,0
b. EMPRESAS DEL SISTEMA FINANCIERO	11,8	8,0	17,4
Depósitos y certificados en moneda nacional 1/	4,9	2,1	4,3
Depósitos y certificados en moneda extranjera 1/	0,6	0,3	3,7
Acciones de empresas del sistema financiero	0,8	1,6	1,6
Bonos del sistema financiero	2,4	2,4	4,2
Otros 2/	3,0	1,7	3,6
c. EMPRESAS PRIVADAS NO FINANCIERAS	60,4	56,7	45,7
Acciones comunes y de inversión 3/	41,2	39,5	23,6
Bonos e instrumentos de corto plazo	12,0	13,0	18,2
Otros 4/	7,1	4,1	3,9
d. INVERSIONES DEL EXTERIOR	8,5	13,3	12,4
Bonos internacionales	2,2	0,3	2,4
Depósitos en bancos del exterior	0,0	0,6	0,8
Fondos mutuos internacionales	6,3	10,4	6,4
Acciones internacionales y ADS	0,0	0,5	1,5
Otros	0,0	1,5	1,3
e. Resto 5/	0,3	0,1	- 0,8
TOTAL	100,0	100,0	100,0
<i>En US\$ millones</i>	<i>14 402</i>	<i>20 358</i>	<i>15 899</i>
<i>% del PBI</i>	<i>15,1</i>	<i>18,0</i>	<i>13,2</i>

1/ Incluye cuenta corriente y certificados en moneda extranjera.

2/ Incluye cuotas de fondos de inversión, letras hipotecarias y pagarés avalados.

3/ Incluye American Depository Reviews (ADR) y American Depository Shares (ADS) adquiridos localmente.

4/ Incluye papeles comerciales, operaciones de reporte y pagarés.

5/ Incluye operaciones en tránsito.

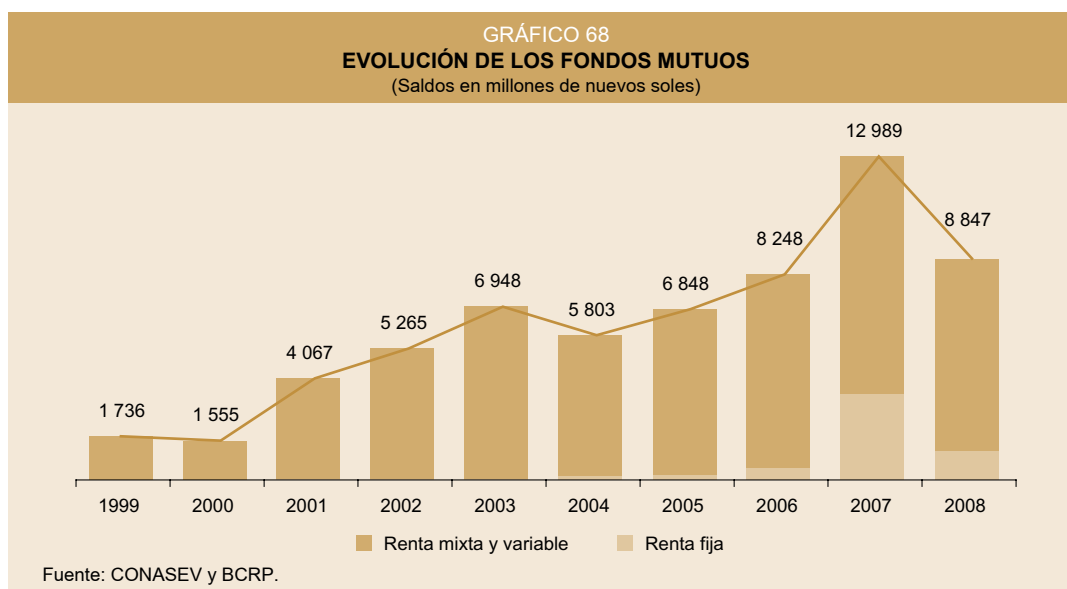
Fuente: SBS.

7.4 Fondos mutuos de inversión

Durante el año 2008 el patrimonio total administrado por los fondos mutuos de inversión disminuyó en 31,9 por ciento, afectado por el retiro de los inversionistas tras la crisis internacional. El número de partícipes se redujo también en 27,6 por ciento, terminando el año por debajo de los 200 mil. Sin embargo, el número total de fondos operativos aumentó de 39 a 49 por el ingreso de 5 nuevos fondos de renta fija y 5 de renta mixta o variable.

Las inversiones de los fondos mutuos se inclinaron marcadamente hacia depósitos, dada la mayor necesidad de liquidez ante el incremento de los rescates. La participación de los depósitos dentro del portafolio agregado aumentó de 14,9 por ciento a finales de 2007 hasta 29,0 por ciento a finales de





2008. Por el contrario, el peso de las acciones dentro del portafolio agregado disminuyó de 11,3 por ciento a 4,5 por ciento como consecuencia de la caída de los índices y del retiro de los inversionistas de este tipo de fondos. Tanto los valores gubernamentales, como las inversiones en el exterior registraron una pérdida de participación dentro del portafolio total.

CUADRO 78
COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS MUTUOS

	2006	2007	2008
a. Valores gubernamentales	25,3	29,8	15,7
Bonos soberanos domésticos	7,1	5,0	1,3
Bonos Globales y Brady	9,3	7,3	3,7
Valores del Banco Central	9,0	17,6	10,7
b. Empresas del sistema financiero	33,5	24,3	52,3
Depósitos en moneda nacional	7,6	5,7	13,5
Depósitos en moneda extranjera	15,3	9,2	25,5
Bonos del sistema financiero	10,5	8,9	13,1
Acciones y otros	0,1	0,5	0,3
c. Empresas privadas no financieras	35,0	34,7	29,3
Bonos e instrumentos de corto plazo	34,3	23,4	24,9
Acciones comunes y de inversión	0,7	11,3	4,5
d. Inversiones en el exterior	5,2	6,5	1,9
e. Otros 1/	1,0	4,7	0,7
TOTAL	100,0	100,0	100,0
<i>En US\$ millones</i>	2 484	4 283	2 823
<i>% del PBI</i>	2,7	3,9	2,4

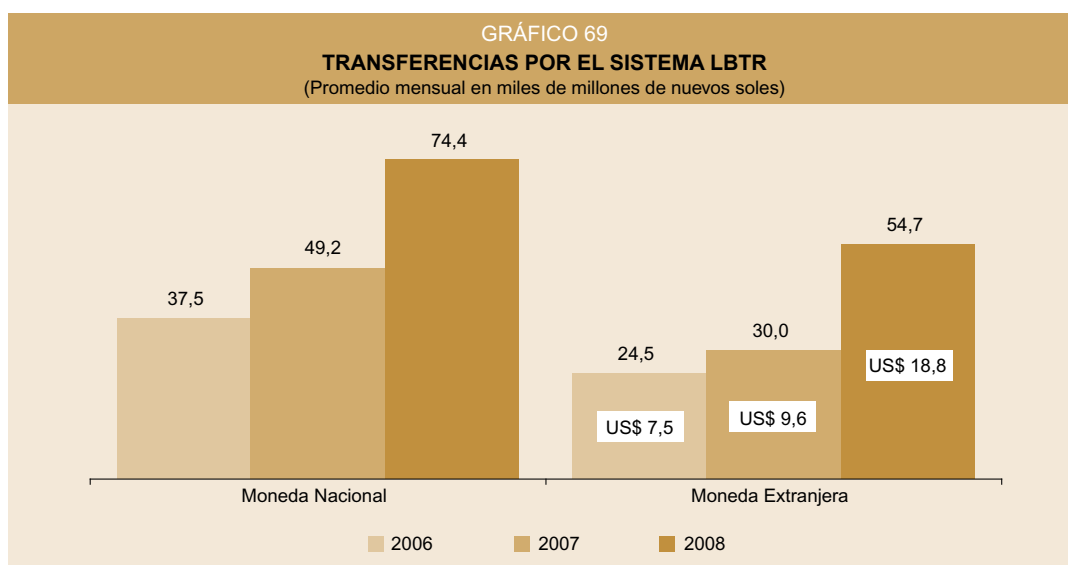
1/ Incluye operaciones de reportes y operaciones de pacto.
Fuente: CONASEV.

8. Expansión del Uso de los Sistemas de Pago Electrónicos

En 2008, el valor total de los pagos efectuados a través de los sistemas de pagos de importancia sistémica (Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), Cámara de Compensación Electrónica y del Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores) se incrementó en 52,6 por ciento respecto a 2007. Este aumento fue resultado de la expansión de pagos en moneda nacional y en moneda extranjera, los que se incrementaron en 42,5 por ciento y en 81,5 por ciento, respectivamente. La rotación de los pagos con relación al PBI pasó de 3,4 veces en 2007 a 4,6 veces en 2008, lo que indica que los pagos se incrementaron de manera más acelerada que la actividad económica. En el contexto de la inestabilidad internacional, los pagos en moneda nacional pasaron de 62,9 por ciento en 2007, a 58,7 por ciento de los pagos interbancarios en 2008.

8.1 Sistema LBTR

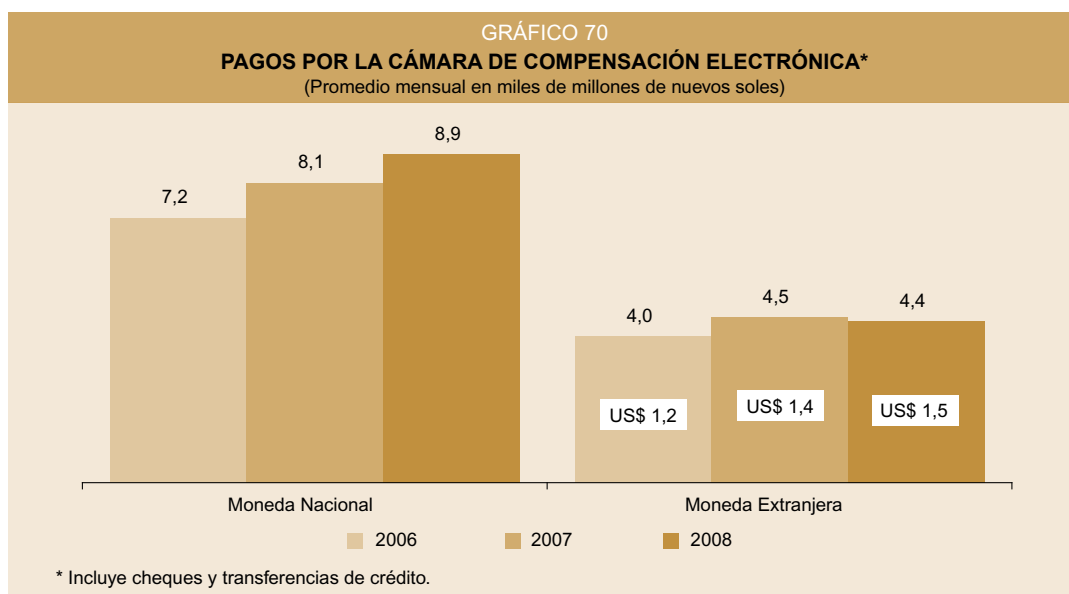
El monto de las transferencias canalizadas por este sistema creció en 63,0 por ciento en 2008. El mayor dinamismo se mostró en las transacciones en moneda extranjera (94,7 por ciento) mientras que la expansión en moneda nacional tuvo un ritmo menor (51,4 por ciento).



8.2 Cámara de Compensación Electrónica (CCE)

El valor de las operaciones procesadas por la Cámara de Compensación Electrónica en 2008 mostró menor dinamismo que las realizadas en 2007 (5,3 por ciento y 13,1 por ciento, respectivamente), debido al menor crecimiento de los cheques. Cabe mencionar que, en monto, las transferencias de crédito¹⁵ han mostrado un comportamiento expansivo, tanto en moneda nacional (40,8 por ciento) cuanto en moneda extranjera (37,0 por ciento).

¹⁵ Instrumento de pago por el cual se instruye a la Entidad Participante Originante para que transfiera una suma de dinero a la Entidad Participante Receptora a favor de un beneficiario.



El volumen de operaciones procesado por la CCE se incrementó en 6,8 por ciento por la mayor aceptación de las transferencias de crédito (26,0 por ciento) y, en menor medida, por la expansión de los cheques (4,2 por ciento). Sin embargo, este último aún representa el 86,1 por ciento de las transacciones procesadas por la CCE.

8.3 Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (Sistema LMV)

Las transacciones procesadas por el Sistema LMV incluyen a los pagos correspondientes a los valores negociados en Rueda de Bolsa y a los pagos por los valores de Gobierno registrados en CAVALI ICLV. El monto negociado en Rueda de Bolsa, en 2008, representa el 85,6 por ciento del total. Los pagos procesados por este sistema se redujeron en 35,4 por ciento, por el menor monto negociado en Rueda de Bolsa, dada la coyuntura económica internacional.

8.4 Otros Medios de Pago distintos al Efectivo

Los pagos con tarjetas se realizan principalmente en moneda nacional, siendo la tarjeta de crédito el medio más utilizado, el que registró un crecimiento de 22,5 por ciento en dicha moneda.

El principal instrumento de pago intrabancario es el cheque y representa más del 50 por ciento del valor total de estos pagos. Es preciso destacar que las transacciones en moneda extranjera realizadas con instrumentos intrabancarios perdieron peso en el total pasando de 39,6 por ciento a 34,6 por ciento.

8.5 Innovaciones en el sistema de pagos

En 2008 el BCRP desarrolló diversas actividades con la finalidad de incrementar la seguridad y eficiencia de los sistemas de pago, así como para impulsar el uso de pagos electrónicos.

8.6 Modernización del Sistema LBTR

El BCRP mantiene un constante proceso de modernización del Sistema LBTR y trabaja para fortalecer su eficiencia y seguridad operativa. Así, en junio de 2008, en la reunión del Comité Interbancario del Sistema de Pagos (CISPA), el BCRP anunció el inicio del proyecto de modernización del LBTR, cuyo objetivo es contar con un sistema más moderno y flexible que permita ofrecer mejores servicios a los usuarios.

Por ejemplo, el uso de la tecnología Web Service permitirá que las entidades puedan conectar los servicios del LBTR directamente a sus canales de atención (Internet, cajeros, etc.), sin centralizar las órdenes para su posterior envío. Del mismo modo, las entidades no conectadas al sistema en forma automática, podrán enviar mensajes financieros por una red segura, lo que permitirá una mayor automatización de sus operaciones.

8.7 Promoción de los pagos electrónicos

El BCRP lleva a cabo una campaña de difusión para informar al público sobre las características relevantes de estos instrumentos y sus ventajas, a través de charlas informativas y de publicaciones. Asimismo bajo el consenso de la necesidad de una mayor difusión de las transferencias de crédito, la CCE inició una campaña publicitaria en los medios, que fue precedida por un proceso de capacitación realizado por la banca a su personal de ventanilla para que pueda atender consultas del público sobre el tema.

Paralelamente, se continuó incentivando el ingreso de las entidades financieras no bancarias a la CCE. En ese contexto, la CCE modificó sus tarifas en julio de 2008, reduciendo a 66,7 por ciento el monto mínimo a pagar (de US\$ 3 000 a US\$ 2 000).

En diciembre de 2008 inició sus operaciones la primera caja municipal en la Cámara de Compensación Electrónica. Asimismo, se autorizó la participación de una nueva caja municipal en la CCE.

RECUADRO 11

RESUMEN DE LAS NOTAS INFORMATIVAS DEL PROGRAMA MONETARIO 2008

10 de enero: El Directorio del BCRP aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,0 a 5,25 por ciento. Esta medida se adopta para mantener las expectativas de la inflación dentro del rango meta de inflación, frente al aumento de los precios internacionales de los alimentos en un contexto de fuerte crecimiento de la demanda interna.

Como se indicara en comunicados anteriores, la ubicación temporal de la inflación peruana por encima de la meta se explica, fundamentalmente, por la inflación importada que fue 10,5 por ciento en 2007. Los desequilibrios de oferta y demanda en los mercados internacionales de granos y combustibles han implicado un repunte generalizado de la inflación a nivel mundial.

7 de febrero: El Directorio del BCRP aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,25 por ciento. Sin embargo, la reciente elevación de las tasas de encaje en moneda nacional (1 de febrero) implica una posición más restrictiva de la política monetaria, ya que se traduce en mayores tasas de interés activas y, por lo tanto, favorece un moderado crecimiento del crédito del sistema financiero.

Se estima que el impacto de la elevación de la tasa de encaje equivale en el corto plazo a una elevación de la tasa de referencia en 25 puntos básicos. Hay que recordar que además de la tasa de referencia el BCRP puede recurrir ocasionalmente a otros instrumentos de control monetario, como los requerimientos de encaje.



El Directorio continúa atento a la evolución de la inflación y sus determinantes tanto internos como externos para tomar las medidas conducentes a que la inflación se ubique en el nivel meta.

13 de marzo: El Directorio del BCRP acordó, a partir de abril de 2008, elevar el encaje mínimo legal de 7 a 8 por ciento e incrementar el encaje marginal en moneda nacional de 15 a 20 por ciento. Asimismo, acordó igualar la tasa de encaje marginal a 40 por ciento para depósitos y obligaciones de corto plazo en cualquier moneda de las entidades financieras no residentes. El Directorio decidió mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,25 por ciento, tomando en cuenta que la elevación del encaje acordado a partir de abril, tendría un impacto equivalente a un aumento de esta tasa en 50 puntos básicos.

Estos aumentos adicionales de la tasa de encaje se suman a las medidas que el BCRP toma desde julio de 2007 para lograr que la inflación converja lo más rápido posible al rango meta. Entre julio de 2007 y enero de 2008 se elevó la tasa de referencia en tres oportunidades, con lo cual ésta subió de 4,5 a 5,25 por ciento.

10 de abril: El Directorio del BCRP aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,25 a 5,50 por ciento. Asimismo, aprobó que a partir de mayo se eleven los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera a las entidades financieras. Estas medidas están en línea con los aumentos de encaje aprobados en enero y marzo últimos, así como con los aumentos de la tasa de referencia de 4,5 a 5,25 por ciento entre julio de 2007 y enero de 2008.

8 de mayo: El Directorio del BCRP acordó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,5 por ciento.

El Directorio se mantiene atento a los efectos de los incrementos previos en la tasa de interés de referencia y de las medidas de encaje aprobadas en enero, marzo y abril últimos, en la evolución de la inflación. Reitera que adoptará los ajustes requeridos para asegurar la convergencia gradual de la inflación al rango meta, en un entorno en el que las alzas de precios se han venido explicando fundamentalmente por choques de oferta de alimentos.

12 de junio: El Directorio del BCRP aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,5 a 5,75 por ciento. Esta elevación –junto con las sucesivas medidas de ajuste monetario tomadas en lo que va del año- está orientada a evitar que se trasladen a las expectativas de inflación los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles, en un contexto de alto crecimiento del gasto tanto público como privado.

10 de julio: El Directorio del BCRP aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,75 a 6,0 por ciento. Esta decisión –junto con las sucesivas medidas de ajuste monetario tomadas en lo que va del año- está orientada a evitar que se trasladen a las expectativas de inflación los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles, en un contexto de alto crecimiento del gasto privado y público.

Asimismo, aprobó que a partir de agosto se eleven los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera a las entidades financieras. Estas medidas están en línea con los aumentos de encaje aplicados a partir de febrero, abril y mayo últimos, así como con los aumentos de la tasa de referencia de 4,5 a 6,0 por ciento entre julio de 2007 y julio de 2008.

7 de agosto: El Directorio del BCRP aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,0 a 6,25 por ciento, acumulando con ello un aumento de 175 puntos básicos desde julio de 2007. Estas medidas –junto con las de ajuste monetario tomadas desde comienzos de 2008- están orientadas a que la inflación retorne gradualmente al rango meta y a evitar que se trasladen a las expectativas de inflación los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles, en un contexto de un crecimiento de la demanda interna superior al de la producción potencial.

11 de setiembre: El Directorio del BCRP aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,25 a 6,50 por ciento, acumulando con ello un aumento de 200 puntos básicos desde julio del año pasado. Esta medida –junto con las otras de ajuste monetario tomadas desde comienzos de este año- está orientada a que la inflación retorne gradualmente al rango meta, y a evitar que se trasladen los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles a las expectativas de inflación, en un contexto de crecimiento de la demanda interna superior al de la producción potencial.

9 de octubre: El Directorio del BCRP aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 6,50 por ciento.

Esta decisión se sustenta en la elevada incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y su impacto en la actividad económica global, los precios internacionales de nuestras exportaciones e importaciones y los flujos financieros internacionales.

13 de noviembre: El Directorio del BCRP aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 6,50 por ciento.

En octubre, la inflación reflejó el aumento de los precios de algunos alimentos (papa) y tarifas públicas (electricidad y agua). Sin embargo, se espera que para los siguientes meses se retome la senda prevista de reducción de la inflación, la cual incluye el efecto de las recientes caídas en los precios internacionales de insumos para alimentos y de los combustibles.

10 de diciembre: El Directorio del BCRP aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 6,50 por ciento.

En noviembre, la inflación mensual fue menor a la de meses anteriores no obstante el aumento de las tarifas residenciales de electricidad y agua potable. Se espera que en los siguientes meses continúe la reducción prevista de la inflación, la cual incluye el efecto de las recientes caídas en los precios internacionales de insumos para alimentos y de los combustibles.