



EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS Y FINANCIEROS

I. INTRODUCCIÓN

1. En esta nota de estudios se describe la evolución del sistema financiero en los últimos años, desde el punto de vista del análisis de los agregados monetarios¹, destacando en particular su mayor nivel de profundización, el desarrollo de nuevos segmentos de intermediación y el proceso de desdolarización de activos.
2. El crecimiento del sistema financiero puede medirse por el monto total de recursos que captan los intermediarios financieros (IFIS) o por el volumen de financiamiento que otorgan (sus activos financieros).
3. Los recursos captados comprenden los depósitos y otras obligaciones financieras en poder del público², incluyendo los medios de pago más comúnmente utilizados como los billetes y monedas en circulación (el circulante en soles) y los depósitos a la vista. La suma de todas estas obligaciones financieras constituye el **agregado monetario total**.
4. Por su parte, el crédito al sector privado comprende el financiamiento de las empresas y hogares mediante préstamos o emisión de valores de renta fija (bonos, papeles comerciales, cuotas de fondos de inversión).
5. En lo que sigue de esta *Nota de Estudios* vamos a analizar las principales tendencias del agregado monetario total, el ahorro financiero y el crédito al sector privado durante los últimos 10 años

II. PRINCIPALES TENDENCIAS

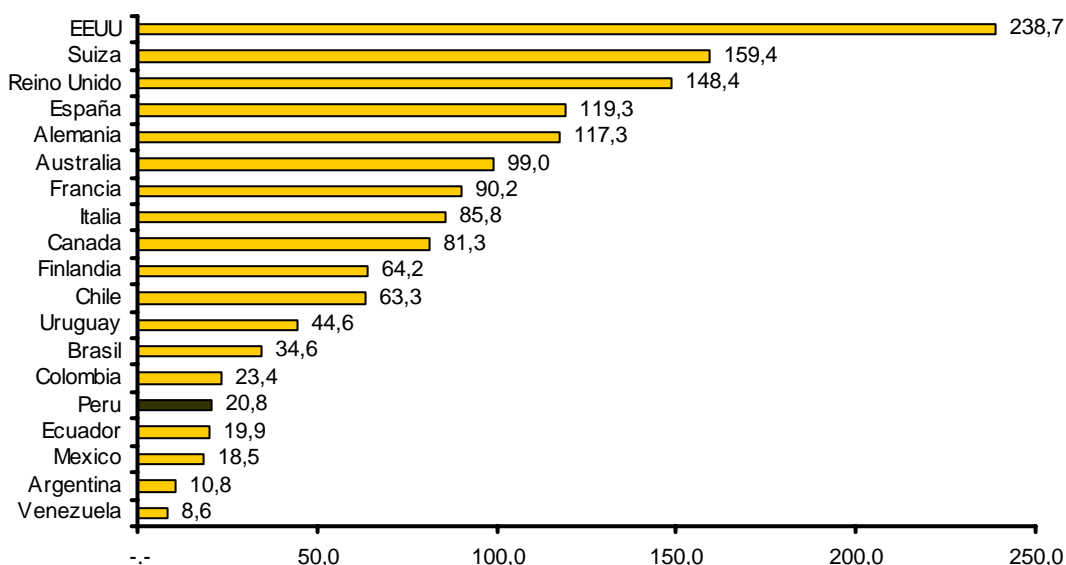
6. Durante los últimos 10 años el sistema financiero ha experimentado una fuerte expansión que se manifiesta en el tamaño del agregado monetario total (las captaciones del sistema financiero) así como por el crédito al sector privado. Este último indicador aumentó su participación sobre el Producto Bruto Interno (PBI) de 15 por ciento en 1995 a cerca de 24 por ciento el presente año. No obstante la penetración del sistema financiero en el Perú está muy por debajo de la media de los países industrializados. A nivel latinoamericano el Perú se halla por debajo de Chile, Uruguay, Brasil y Ecuador, pero encima de Argentina, México y Venezuela (gráfico 1).

¹ La definición de sistema financiero de las cuentas monetarias es amplia e incluye a las entidades captadoras de depósitos como bancos, empresas financieras, cajas municipales, cajas rurales y cooperativas de ahorro y crédito. Se incluye además a los principales inversionistas institucionales, como son los fondos privados de pensiones, fondos mutuos de inversión y compañías de seguros. También se incluye al Banco Central de Reserva, la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), Banco de la Nación y Banco Agropecuario.

² El público es el sector de empresas y familias. Se excluyen las entidades del sector público, otras entidades financieras y los no residentes.



Gráfico 1
Crédito del sistema bancario al sector privado por países (% del PBI) ^{1/}

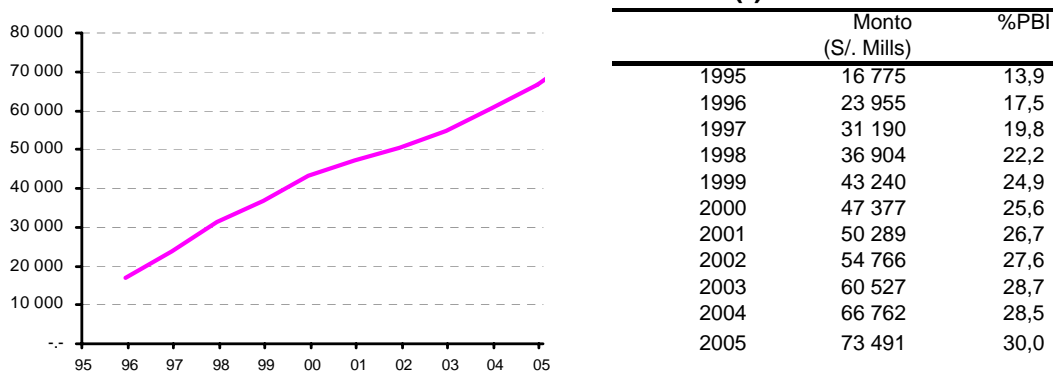


1/ Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators 2005, Table 5.1. Los datos son del año 2003

Crecimiento del agregado monetario total y el ahorro financiero

- Durante la década pasada el agregado monetario total creció principalmente por mayores depósitos a través del sistema bancario. En cambio, durante la presente década el mayor crecimiento correspondió al segmento del ahorro institucional –fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros– así como al ahorro a través de entidades especializadas no bancarias –principalmente cajas municipales y cajas rurales (ver gráfico 2).
- La expansión del sistema financiero puede verse también a través del crecimiento del **ahorro financiero**, que es igual al agregado monetario total menos el circulante (billetes y monedas en poder del público) y los depósitos a la vista. En los últimos 10 años este ahorro financiero ha duplicado su participación con respecto del PBI, de 14 por ciento a 30 por ciento. Este crecimiento responde a la captación de mayores depósitos del público y el incremento del ahorro institucional a través de los fondos mutuos, fondos privados de pensiones y sistemas de seguros de vida.

Cuadro 1 – Ahorro financiero (*)



(*) Promedio del periodo. Datos hasta octubre



Gráfico 2
Agregado monetario total del sistema financiero: bancario y no bancario

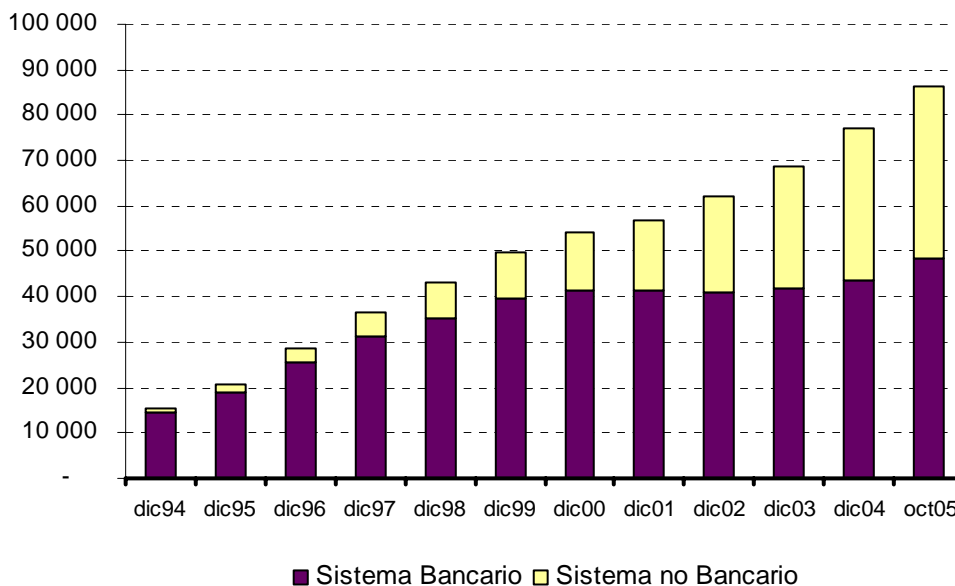
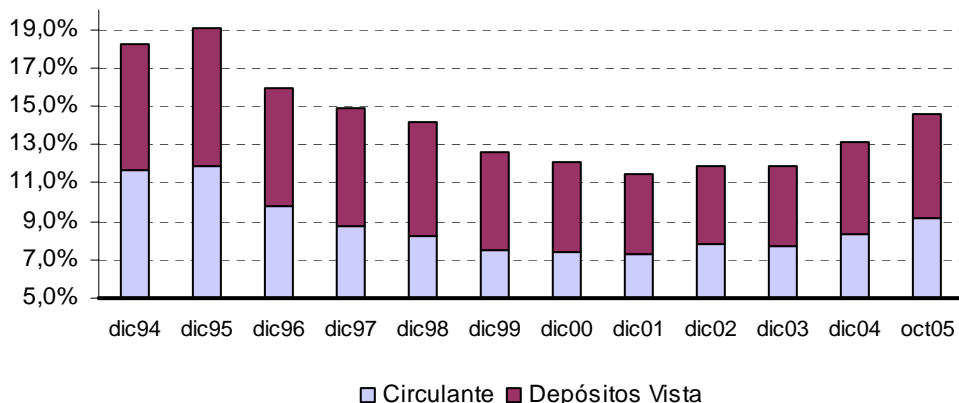


Gráfico 3
Evolución del dinero (como porcentaje del agregado monetario total)

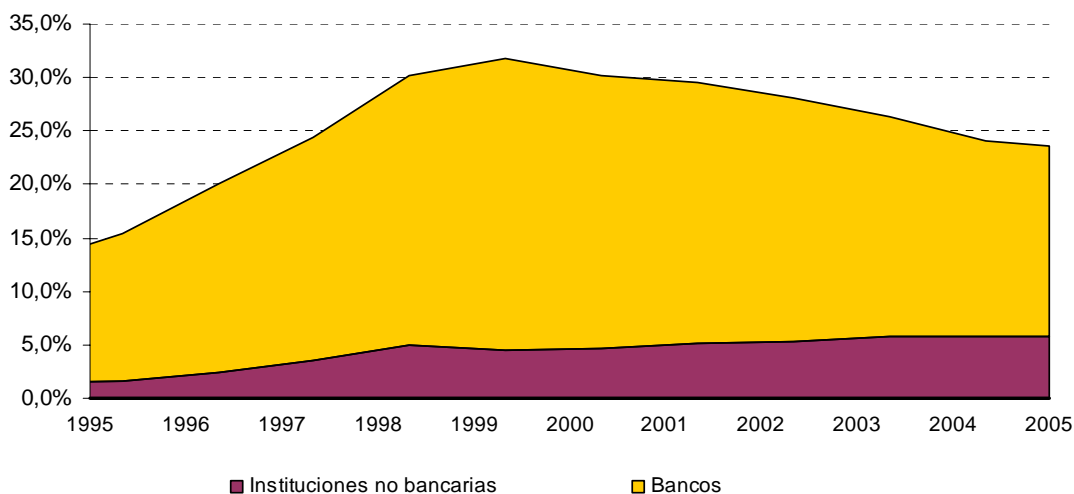


Evolución del financiamiento al sector privado

- En los últimos 10 años el crédito del sistema financiero al sector privado se ha expandido a una tasa anual promedio de 16 por ciento. No obstante es posible observar dos periodos más o menos diferenciados, uno de fuerte expansión, que va de 1995 a 1999, en el cual el crédito al sector privado duplicó su participación como porcentaje del PBI (de 15 a 32 por ciento). Y otro periodo de menor crecimiento, que se inició a finales de la década pasada, en que su participación con respecto al PBI se redujo llegando a 24 el año pasado (nivel similar al de 1996).



Gráfico 4
Crédito al sector privado (porcentaje del PBI)1/



1/ Datos hasta octubre de 2005

Cuadro 2
Crédito al sector privado (*)

Año	Crédito al sector privado (*)	
	Monto (S/. Mills)	Porcentaje del PBI
1995	18 594	15,4
1996	27 466	20,1
1997	38 445	24,4
1998	50 014	30,1
1999	54 894	31,6
2000	55 522	29,9
2001	55 100	29,3
2002	55 157	27,8
2003	54 701	26,0
2004	55 693	23,8
2005 1/	57 806	23,6

(*) Promedio del periodo
1/ Cifras a octubre

Cuadro 3
Tasas de crecimiento

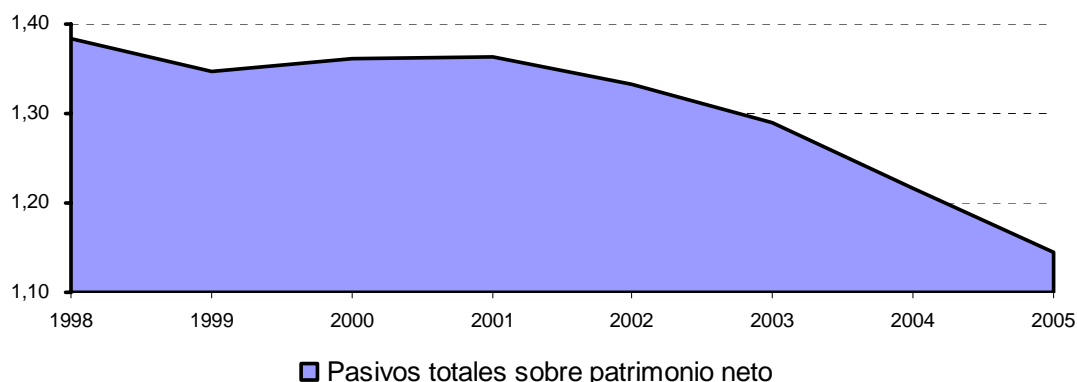
Año	Tasas de crecimiento	
	Crédito S. Privado(*)	PBI
1995	50,7	8,6
1996	47,7	2,5
1997	40,0	6,8
1998	30,1	-0,7
1999	9,8	0,9
2000	1,1	2,9
2001	-0,8	0,2
2002	0,1	4,9
2003	-0,8	4,0
2004	1,8	4,8
2005 1/	4,0	5,7

(*) Promedio del periodo
1/ Cifras a octubre

10. Los años noventa fueron un periodo de fuerte expansión de los **créditos comerciales** orientados principalmente al segmento corporativo de empresas medianas y grandes. Su rápido crecimiento, entre los años 1994 a 1998, elevó fuertemente el índice de endeudamiento patrimonial de muchas empresas, que a raíz de la crisis financiera de 1998 enfrentaron dificultades para repagar sus obligaciones y dejaron de ser sujetos de crédito. El índice de morosidad de las empresas bancarias, subió de 4,8 por ciento (en diciembre 1995) a 10,8 en agosto de 1999. En consecuencia los créditos comerciales registraron una notable contracción, que se reflejó en una desaceleración del crédito al sector privado en su conjunto.

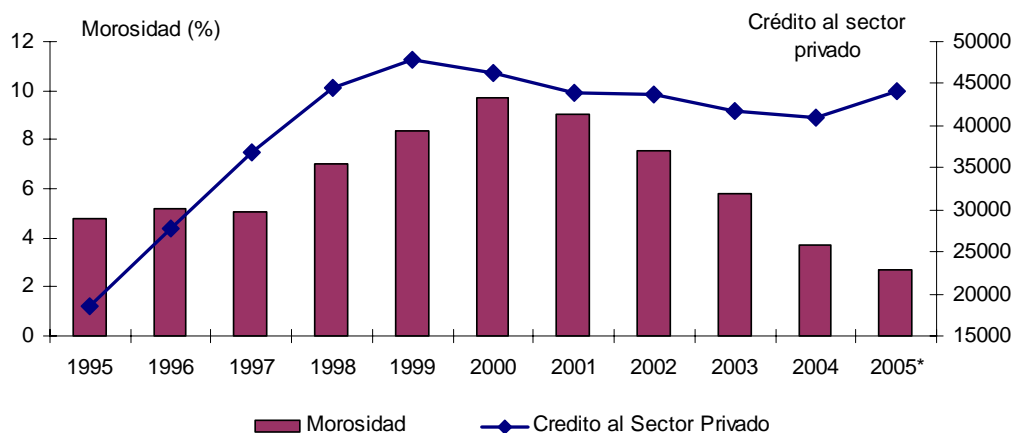


Gráfico 5
Endeudamiento Empresarial ^{1/}



^{1/} Ratio de pasivos totales sobre patrimonio de empresas que cotizan en bolsa
Fuente: Economática.

Gráfico 6
**Empresas bancarias:
Evolución de la morosidad y crédito al sector privado ^{1/}**



^{1/} El índice de morosidad es el ratio de cartera atrasada sobre créditos directos de las empresas bancarias
FUENTE: SBS

11. No obstante, a partir de 2001 comenzaron a expandirse nuevos segmentos de créditos, particularmente de microfinanzas y a través del mercado de valores. Además, los créditos hipotecarios han crecido en 73 por ciento entre diciembre de 2001 y octubre del presente año, apoyados por el programa Mivivienda. Cabe mencionar que los fondos originales de dicho programa se obtuvieron en soles y se cambiaron a dólares para otorgar los préstamos. En consecuencia los créditos comerciales que el año 2001 representaban alrededor del 80 por ciento de las colocaciones bancarias, hoy han reducido su participación a 66 por ciento. El crédito hipotecario por el contrario ha incrementado su participación de 9 por ciento a 15 por ciento. Sin embargo, su participación con respecto al PBI, de 3 por ciento, es bastante menor a la de otros países latinoamericanos como Chile, Colombia y Bolivia, donde dichos porcentajes son 12 por ciento, 9 por ciento y 6 por ciento.³

³ Hugo Eyzaguirre del Sante y Carlos Calderón Seminario: "El Mercado de Crédito Hipotecario en el Perú", Instituto Apoyo, Documento de Trabajo 497, Banco Interamericano de Desarrollo. (pag 34).

Desarrollo del segmento de microfinanzas

12. El **crédito de microfinanzas** comprende principalmente el crédito otorgado por las empresas bancarias y no bancarias al sector de microempresa. Los dos principales componentes son los créditos de microempresa y los créditos de consumo.⁴ En particular, el crédito de microempresa de las empresas bancarias se ha expandido en 108 por ciento con respecto a diciembre de 2001 mientras que el crédito de consumo lo ha hecho en 85 por ciento. En comparación el total de colocaciones bancarias ha crecido solo 7 por ciento en dicho periodo.
13. Este mayor desarrollo del crédito de microfinanzas vino acompañado de dos hechos característicos:
- Una mayor importancia de las entidades financieras no bancarias especializadas.** En el cuadro 4 podemos ver que el crédito proveniente de las instituciones especializadas en microfinanzas ha crecido 115 por ciento desde diciembre 2001, siendo superado solamente por el crédito del Banco de la Nación (otorgado a pensionistas y empleados públicos) que ha crecido 268 por ciento (ver cuadro 4). En contraste los créditos de las empresas bancarias muestran el mismo nivel que tenían en diciembre de 2001, pese a que durante el último año han logrado recuperar su crecimiento.

Cuadro 4
Crédito al sector privado del sistema financiero por segmentos:
2001-2005

	Saldos en millones nuevos soles					Vars%	
	Dic01	Dic02	Dic03	Dic04	Oct05	oct.05/ dic.01	oct.05/ oct.04
Empresas bancarias 1/	43 053	42 840	40 777	39 510	43 069	0,0	9,4
Banco de la Nación	347	562	588	1 124	1 278	268,1	25,0
Instituciones de microfinanzas	3 685	4 366	5 433	6 511	7 911	114,7	31,4
Inversionistas institucionales 2/	3 933	4 463	5 953	6 679	7 353	87,0	7,7
Empresas de leasing y otros	3 396	3 406	2 452	2 401	2 572	-24,3	7,4
Total Sistema Financiero	54 414	55 637	55 203	56 226	62 182	14,3	11,8

1/ Excluye el crédito de microempresa.

2/ Excluye las tenencias de acciones.

FUENTE: Instituciones financieras.

- Un crecimiento del número de deudores mayor que el crecimiento del volumen de créditos.** Si bien el *volumen* de créditos otorgados por las empresas bancarias es casi el mismo que el registrado en diciembre de 2001 (cuadro 4), el *número* de deudores se incrementó 56 por ciento (cuadro 5). Así el saldo promedio de créditos por deudor de las empresas bancarias se redujo de 31 mil en diciembre de 2001 a 20 mil soles en octubre de 2005.

⁴ Metodológicamente, el crédito de microfinanzas se construye sumando una parte de la cartera de créditos de las empresas bancarias (sólo aquella porción dirigida a la pequeña empresa), a las **colocaciones totales** de las empresas financieras, cajas municipales, cajas rurales, edpymes y cooperativas de ahorro y crédito.





Cuadro 5
Número de deudores en el sistema financiero (miles) (*)

	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Sep-05	Vars%	
						sep05/ dic01	sep05/ ago04
Empresas bancarias	1 397	1 557	1 694	2 016	2 184	56,4%	14,9%
Banco de la Nación	136	430	422	454	503	269,9%	17,8%
Financieras	578	724	877	908	889	53,8%	6,6%
Cajas municipales	348	407	489	544	584	67,7%	10,1%
Cajas rurales	39	55	68	80	89	129,4%	17,7%
Edpymes	40	54	77	112	149	271,6%	56,5%

FUENTE: Superintendencia de Banca y Seguros, Banco de la Nación

(*) Si un mismo deudor tiene deudas con más de un tipo de entidad financiera la suma de sus componentes sería mayor que el número total de deudores.

14. Otro aspecto importante que es consecuencia en parte del surgimiento del crédito de microfinanzas es la mayor descentralización geográfica de las colocaciones del sistema financiero. Así tenemos que durante los últimos 4 años, el porcentaje de las colocaciones destinado a provincias de las empresas bancarias, cajas municipales, cajas rurales y Empresas de Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa (edpymes) se ha elevado de 18 por ciento (en diciembre 2001) a 28 por ciento en setiembre del presente año.

Cuadro 6
Créditos directos por región geográfica (millones de nuevos soles) 1/
Bancos, cajas municipales, cajas rurales, edpymes

	Lima		Provincias		% Provincias	
	Dic-01	Sep-05	Dic-01	Sep-05	Dic-01	Sep-05
1. Bancos	30 968	31 006	6 135	8 911	17%	22%
2. Cajas municipales	21	323	214	2 220	91%	87%
3. Cajas rurales	1	11	239	699	100%	98%
4. Edpymes	70	186	104	274	60%	60%
Total	31 060	31 526	6 692	12 105	18%	28%

1/ Incluye colocaciones a todos los sectores

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros

Desarrollo de los inversionistas institucionales

15. Un segundo segmento que se ha consolidado en los últimos años es el del ahorro institucional captado a través de los fondos mutuos, compañías de seguros y fondos privados de pensiones. Los inversionistas institucionales han venido consolidándose como captadores de fondos y proveedores de crédito. Este hecho responde al desarrollo del mercado de capitales que ha permitido a muchas empresas obtener financiamiento a un costo relativamente menor que en el sistema bancario tradicional. Así, las 24 empresas privadas no financieras que tenían emitidos valores en diciembre de 2001 han pasado a ser 41 en octubre de 2005. Ello ha permitido lograr una mayor diversificación de las fuentes del crédito reduciendo el riesgo asociado a una excesiva concentración.
16. Los inversionistas institucionales proveen de crédito al sector privado mediante la adquisición de bonos e instrumentos de renta fija emitidos por empresas privadas a través del mercado de valores. Los principales inversionistas institucionales en nuestro país son las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los fondos mutuos de inversión (fondos mutuos) y las compañías de seguros. A septiembre de 2005, estos IFIS poseían en conjunto alrededor del 77 por ciento del *stock* de



instrumentos de renta fija en circulación. Tan solo las AFPs eran poseedoras del 43 por ciento de este stock.

CUADRO 7
PATRIMONIO DE LOS PRINCIPALES
INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES
(A octubre de 2005, en millones de nuevos soles)

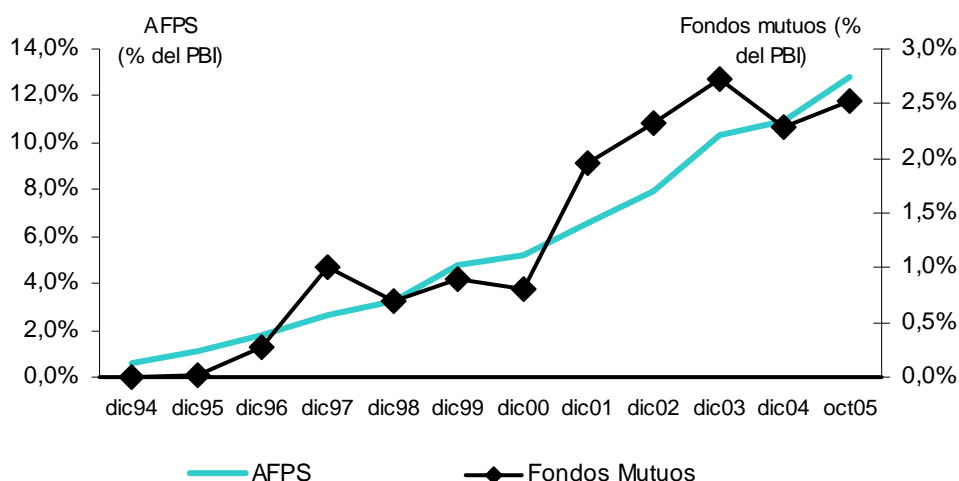
Fondos privados de pensiones	31 321
Fondos mutuos de inversión	6 657
Seguros de vida ^{1/}	6 135
Seguros generales ^{1/}	1 249
TOTAL	45 362

^{1/} Portafolio de inversiones financieras a septiembre 2005

FUENTE: CONASEV, Superintendencia de Banca y Seguros

17. Durante los últimos 10 años el patrimonio conjunto administrado por las AFP y fondos mutuos se expandió a una tasa anual promedio de 45 por ciento. Gracias a este desarrollo, el financiamiento al sector privado que generan estos fondos ha crecido a una tasa anual de 33 por ciento, casi el doble de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado total (16 por ciento anual en los últimos 10 años).
18. Cabe señalar que este financiamiento se dirige fundamentalmente a empresas grandes y con una buena clasificación de riesgo crediticio, que son capaces de emitir valores mobiliarios. Así tenemos que a septiembre de 2005, aproximadamente el 70 por ciento de los bonos en circulación tenía la clasificación de riesgo máxima, que es AAA, mientras que otro 23 por ciento tenía una clasificación de riesgo AA. Entre los grandes emisores destacan principalmente empresas de los sectores telecomunicaciones, electricidad y energía.

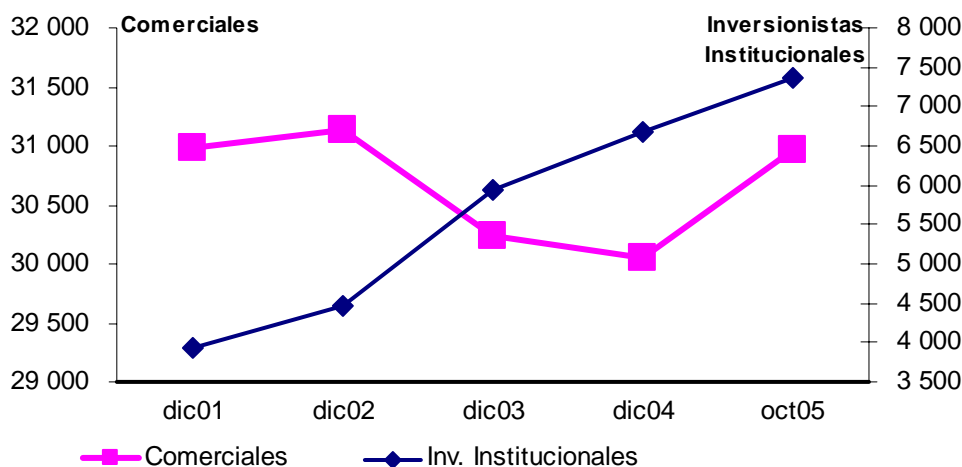
Gráfico 7
Evolución del ahorro financiero de las AFPs y fondos mutuos



19. La mayor emisión de bonos y papeles comerciales por parte de estas empresas ha sido un factor adicional que explica la reducción del volumen de créditos comerciales de las empresas bancarias. El flujo de financiamiento a través del mercado de valores en los últimos 3 años y medio equivale a aproximadamente S/. 3,4 mil millones, monto que los bancos han dejado de colocar y que representa el 7,7 de sus colocaciones. Desde diciembre de 2001 a la fecha los créditos comerciales de las

empresas bancarias han tenido un crecimiento nulo mientras que el financiamiento de los inversionistas institucionales aumentó 87 por ciento (ver gráfico 7).

Gráfico 8
Créditos comerciales versus inversionistas institucionales



20. Durante el presente año se produjo un menor crecimiento del crédito otorgado por inversionistas institucionales debido a un mayor volumen de vencimientos de bonos, siendo el caso más significativo el de Southern Peru, que amortizó bonos por US\$ 199 millones entre enero y abril. Paralelamente se observó una recuperación de los créditos comerciales producto de la mayor demanda de aquellas actividades dedicadas al comercio exterior.
21. Con todo, se puede decir que la tendencia apunta hacia un desarrollo gradual del mercado de valores, como una alternativa para obtener financiamiento empresarial. Para ello, sin embargo, se requerirá reformas del mercado de valores para generar una mayor eficiencia, una mayor transparencia y una mayor protección de los derechos de los inversionistas minoritarios (accionistas y acreedores).

Desdolarización

22. Desde hace varios años se viene produciendo una progresiva desdolarización de los agregados monetarios. En el caso de los depósitos, el *ratio* de dolarización disminuyó de 78 por ciento en diciembre de 2001 a 67 por ciento en octubre de este año (11 puntos), e igual tendencia se ha observado con el crédito al sector privado, cuyo porcentaje en dólares se redujo de 78 por ciento a 68 por ciento (10 puntos).
23. Este proceso de desdolarización revela la mayor confianza del público en la moneda local, producto de la estabilidad de precios de la que goza la economía peruana. Como se puede ver en el gráfico 7 la desdolarización se ha acelerado a partir del año 2002, año en que el Banco Central introdujo el esquema de **metas de inflación explícitas** que garantiza una meta de inflación permanente en el tiempo (2,5 por ciento anual con un margen de tolerancia de 1 punto porcentual).



Gráfico 9
Dolarización de los depósitos 1/



1/ Coeficiente de dolarización de las obligaciones de los IFIS que captan depósitos, excluyendo el circulante del BCRP

24. Un hecho particularmente revelador es que **la dolarización del crédito es menor en los segmentos e instituciones relacionados a las microfinanzas**. En efecto, en este segmento la proporción de créditos en dólares representa menos de la mitad, 32 por ciento a octubre de 2005, habiendo sido 40 por ciento el 2001. En cambio, en el resto de créditos de las empresas bancarias la proporción en dólares tiene niveles cercanos al 77 por ciento; y entre los inversionistas institucionales el índice de dolarización promedio es 63 por ciento, aunque con apreciables diferencias por tipo de inversionista. Dado que los créditos de microfinanzas están destinados mayormente a sectores que generan ingresos en soles, el otorgamiento de créditos en esta moneda parece haber sido una condición necesaria para alcanzar una mayor penetración social.
25. El caso de los créditos hipotecarios es muy particular, pues aunque están destinados a personas que reciben ingresos en soles, al tratarse de créditos de largo plazo y al estar las garantías, que son los bienes hipotecados, valuadas en dólares, el financiamiento se da en esta moneda.
26. En consecuencia se observa que en las empresas bancarias, los créditos de consumo y microempresa han experimentado una desdolarización mucho más rápida que los créditos comerciales e hipotecarios (cuadro 8). Por ejemplo, en el caso de los créditos de microempresa, la proporción de créditos en dólares se ha reducido de 54 por ciento en diciembre de 2001 a 27 por ciento en setiembre de 2005, mientras que en el caso de los créditos comerciales dicho porcentaje apenas ha bajado de 83 a 81 por ciento y los créditos hipotecarios mantienen niveles cercanos a 95 por ciento.



Cuadro 8
Empresas bancarias: dolarización por tipo de colocaciones

	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Oct-05
Comerciales	83,0	83,1	83,8	83,3	81,1
Microempresa	54,1	31,5	29,1	27,0	26,9
Consumo	51,0	44,5	37,8	33,7	32,4
Hipotecario	94,9	95,0	95,6	95,9	96,0

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros

Cuadro 9
Sistema financiero: dolarización por tipo de crédito

	Ratios de dolarización				
	Dic01	Dic02	Dic03	Dic04	Oct05
Empresas bancarias 1/	82,2	81,7	79,8	78,6	76,4
Banco de la Nación	36,0	22,6	13,2	6,5	5,8
Instituciones de microfinanzas	39,9	33,0	32,5	33,5	32,1
Inversionistas institucionales 2/	57,1	63,0	63,4	65,5	60,4
Empresas de leasing y otros	92,7	88,4	89,9	87,3	87,8
Total Sistema Financiero	77,9	76,2	73,1	70,7	67,9

1/ Excluye el crédito de microempresa.

2/ Excluye las tenencias de acciones.

FUENTE: Instituciones financieras.

27. En cuanto a los inversionistas institucionales, existen importantes diferencias entre las AFP y los fondos mutuos, siendo los segundos más inclinados a invertir en dólares que los primeros, debido a su naturaleza que responde a un público que aun mantiene preferencia por este tipo de activos. Excluyendo las acciones, las inversiones en dólares de las AFP representan el 46 por ciento de su portafolio total (incluyendo valores del sector público y valores del exterior) mientras que en los fondos mutuos dicho porcentaje es de 77 por ciento. No obstante, en ambos casos –AFP y fondos mutuos– la proporción de inversiones en dólares ha disminuido gradualmente en los últimos años, del 98 por ciento de su portafolio que tenían los fondos mutuos el año 2000, y el 58 por ciento que tenían las AFP ese año.⁵
28. Este cambio gradual coincide con la tendencia general hacia la desdolarización de los agregados monetarios. Sin embargo hubo un factor importante que explica este comportamiento, que fue la mayor oferta de instrumentos de inversión en soles, particularmente los Bonos Soberanos del Tesoro Público y los Certificados de Depósito del Banco Central (CDBCRP).
29. Los bonos soberanos surgieron como una alternativa de inversión en soles a partir del 2001, año cuyo saldo fue apenas S/. 1 200 millones, del cual creció hasta alcanzar S/. 9 062 millones en octubre de 2005. Asimismo el saldo de CDBCRP aumentó fuertemente, de S/. 1 842 millones en diciembre de 2001 a S/. 9 045 millones en octubre de 2005. En conjunto estos instrumentos han logrado constituirse como una alternativa de inversión a los fondos institucionales y como una fuente de información para obtener una curva de rendimientos en soles a manera de *benchmarks* para las emisiones en soles del sector privado. Incluso, en el caso de los bonos soberanos existe un mercado secundario relativamente líquido en base a un sistema de Creadores de Mercado implementado con relativo éxito a partir del año 2003.

⁵ A octubre de 2005 existían 4 fondos mutuos de renta mixta en soles frente a 13 fondos mutuos de renta mixta en dólares. Si bien el patrimonio de los fondos en soles representaba solo el 17 por ciento del total, su crecimiento, de 482 por ciento en los últimos 4 años, supera largamente al de los fondos en dólares, que han aumentado 77 por ciento.



Gráfico 10
Dolarización del portafolio de los inversionistas institucionales

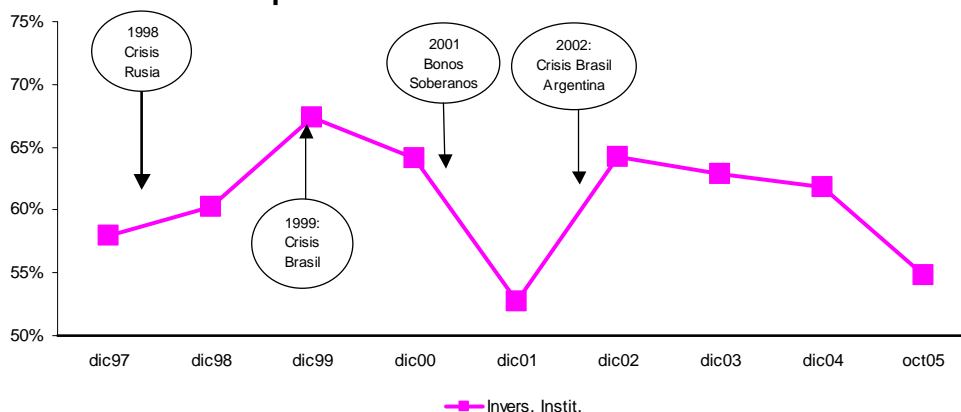
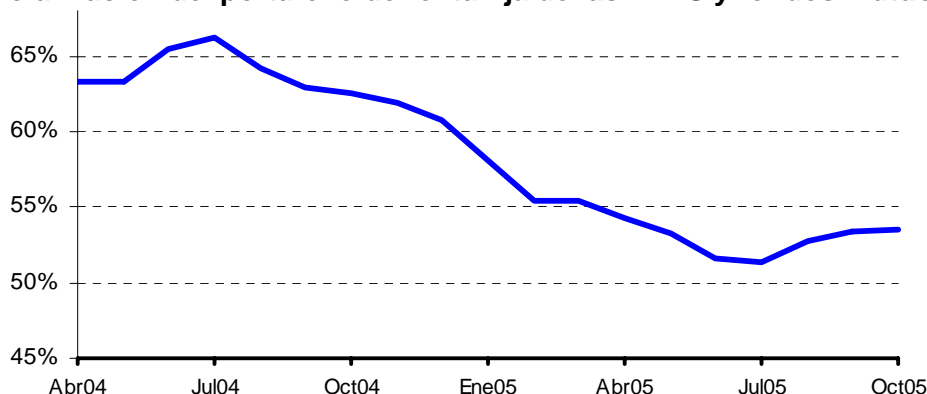


Gráfico 11
Dolarización del portafolio de renta fija de las AFPS y fondos mutuos



Conclusiones

30. Durante los últimos años el sistema financiero ha mostrado un crecimiento que se refleja en un mayor volumen de captaciones y créditos. No obstante el crédito al sector privado no ha logrado crecer al mismo ritmo de las captaciones debido al proceso de recapitalización por el que han atravesado muchas empresas luego de un periodo de excesivo endeudamiento previo a la crisis financiera de 1998. Sin embargo este menor crecimiento no ha impedido el desarrollo de las nuevas alternativas de financiamiento, como son el crédito de microfinanzas y el financiamiento directo a través de las emisiones de bonos y papeles comerciales. Un hecho especialmente importante ha sido la progresiva desdolarización de los grandes agregados monetarios como resultado de la estabilidad de precios que exhibe la economía peruana, la mayor certidumbre de la política monetaria por la adopción de un esquema de metas explícitas de inflación, así como por la formación de una curva de rendimientos en soles. Si bien el sistema financiero peruano es aun pequeño comparado con otros países, existe un gran potencial de crecimiento, especialmente en el mercado de créditos hipotecarios y en el segmento de microfinanzas, así como en el desarrollo de nuevas formas de financiamiento, más eficientes, a través del mercado de valores.