

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2010

Banco Central de Reserva del Perú
Jirón Antonio Miró Quesada 441, Lima 1
Teléfono: 613-2000 - Fax: 613-2525
Correo electrónico: webmaster@bcrp.gob.pe

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Noviembre 2010

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2010

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
PREFACIO	5
RESUMEN	7
I. ENTORNO MACROECONÓMICO	10
I.1 Entorno Internacional	10
I.2 Entorno Nacional.....	13
II. MERCADOS FINANCIEROS.....	19
II.1 Análisis de la Situación de los Deudores del Sistema Financiero	19
II.2 Sistema Financiero	32
II.3 Mercado de Capitales	43
III. INFRAESTRUCTURA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	64
III.1 Marco Regulatorio.....	64
III.2 Estructura del Sistema Financiero	72
III.3 Sistemas de Pagos	75
IV. ANÁLISIS DE RIESGOS	86
V. ESTUDIOS	96
V.1 Midiendo el Riesgo de Asignación del Crédito Bancario a las Empresas	96
V.2 Ciclos Económicos y Riesgo de Crédito: Un Modelo Umbral de Proyección de la Morosidad Bancaria en el Perú	99
GLOSARIO	106

PREFACIO¹

La Estabilidad Financiera se entiende como aquel estado en que los mercados financieros de una economía son capaces de facilitar de manera sostenible la provisión de medios de pagos, la asignación eficiente de activos y la diversificación de riesgos.

Desde 2007, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) viene publicando este Reporte de Estabilidad Financiera, con la finalidad de identificar aquellos factores que afectan la estabilidad financiera.

De acuerdo con la Constitución Política del Perú, el BCRP tiene la responsabilidad de preservar la estabilidad monetaria. Los choques financieros pueden reducir la efectividad de la política monetaria, en tanto alteren los canales que vinculan las variables financieras con las variables reales y, eventualmente, con la inflación; lo que hace menos predecible el impacto de las medidas del BCRP. En consecuencia, es de vital importancia la evaluación de riesgos en los campos de los mercados financieros para considerar medidas de contención y para definir la estrategia de la política monetaria.

En este reporte se presenta estudios relacionados con la estabilidad financiera, con la finalidad no sólo de contribuir a la mejor comprensión del concepto de estabilidad financiera, sino también de promover su desarrollo y preservación.

Este documento se concluyó el 4 de noviembre con información financiera al cierre de setiembre de 2010. El siguiente número se difundirá en mayo de 2011 con cifras a marzo del mismo año.

1 Documento elaborado por la Gerencia de Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera.





IMPORTANCIA DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN LA ECONOMÍA

El proceso de ahorro e inversión tiene impacto directo en el crecimiento de una economía y está organizado alrededor de la intermediación financiera (IF). El siguiente diagrama resume la forma en que se desarrolla el financiamiento en una economía.²



La IF implica una forma de financiación indirecta, esto es, a través de intermediarios financieros, quienes son los responsables de administrar los recursos de los ahorristas (por ejemplo, hogares) y prestarlos a empresas para financiar sus proyectos de inversión. Así, los ahorristas se convierten en depositantes de los bancos y éstos, en acreedores de instrumentos de deuda (créditos) de los agentes deficitarios. De otro lado, en los mercados de capitales, los agentes superavitarios financian directamente a los deficitarios a través de la colocación de recursos vía deuda (bonos) o inyección de patrimonio (acciones). Así, los hogares se convierten en inversionistas con derechos crediticios (deuda) o patrimoniales (acciones) con respecto a los agentes deficitarios. El impacto de estos procesos en el crecimiento de la economía será mayor en la medida que los recursos se destinan a los mejores proyectos.

La IF realiza tres funciones en una economía: (1) Transformación de activos: convirtiendo activos líquidos y de corto plazo de los hogares (ahorro) en activos líquidos y de largo plazo de las empresas (créditos); (2) Diversificación del riesgo: permitiendo diversificar el ahorro de los hogares en un mayor número de proyectos de inversión; y (3) Generación de información: los intermediarios financieros generan información de los proyectos de inversión que financian a través del monitoreo a las empresas, lo cual reduce la asimetría de información existente entre los agentes superavitarios y los deficitarios.

Los reguladores y supervisores del sistema financiero buscan mantener este círculo virtuoso del ahorro y de la inversión en una economía, procurando que cada intermediario financiero administre eficientemente los riesgos financieros que enfrenta (regulación microprudencial) y que el sistema financiero (el conjunto de entidades) y el mercado de capitales faciliten las transacciones entre los agentes y contribuyan al crecimiento económico del país (regulación macroprudencial).

² Basado en "Building a Safer Financial System" en Economic Report of the President, U.S. Council of Economic Advisers. Febrero de 2010 y "Financial Intermediation", Gorton y Winton, Wharton Financial Institutions Center. Marzo de 2002.

RESUMEN

- i. La recuperación del producto mundial viene siendo impulsada por las economías emergentes. En cambio, el proceso de recuperación en las economías desarrolladas es lento.** La débil recuperación de las economías desarrolladas refleja los ajustes fiscales que se están desarrollando en los países de la Zona del Euro y los aún persistentes desequilibrios comerciales a nivel global. Asimismo, la lenta recuperación de la economía de los Estados Unidos está generando presiones para el desarrollo de programas de estímulo, con lo cual es probable que sus actuales desequilibrios monetario y fiscal se mantengan en el mediano plazo, generando tensiones cambiarias a nivel global.

Por otro lado, se espera que la reciente reforma financiera aprobada en los Estados Unidos y el desarrollo de las nuevas propuestas de requerimiento de capital impulsadas a través del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Basilea III) incrementen la capacidad de los bancos para absorber pérdidas, aumenten la transparencia en el sistema financiero y fortalezcan la vigilancia de la estabilidad financiera. Se espera que, de esta manera, se reduzca la ocurrencia de crisis financieras así como los costos asociados a su resolución.

En el ámbito local, la economía ha mostrado una importante recuperación, impulsada por los sectores no primarios. El BCRP ha venido retirando el estímulo monetario con el objetivo de disminuir las presiones inflacionarias, a la vez que ha tomado acciones para preservar la liquidez del sistema financiero.

- ii. Las empresas corporativas registraron una mejora de sus ventas y su rentabilidad gracias al mayor dinamismo de la economía.** Como resultado, las empresas han obtenido mayores flujos de caja operativos, lo cual ha fortalecido sus indicadores financieros. El proceso de ajuste de inventarios finalizó, por lo que se reanudaron los planes de inversión para ampliar la capacidad productiva ante la mayor confianza empresarial y la expectativa de un aumento de la demanda.

Las mayores inversiones y necesidades de capital de trabajo se traducen en una mayor demanda por financiamiento. Las empresas podrían aumentar su apalancamiento para financiar la adquisición de activos fijos y la acumulación de inventarios, sin comprometer su desempeño y solidez financiera. No obstante, es posible que las empresas se financien principalmente con recursos propios si sus flujos de caja son mayores a los proyectados.

Por otro lado, la recuperación de la tasa de crecimiento del empleo y de los ingresos contribuyó a disminuir la cartera morosa de los créditos otorgados a los hogares. Ello, aunado a la menor dolarización de los créditos en este segmento y las expectativas de crecimiento de la economía en el corto plazo, representa una mejora en la situación de los hogares.





- iii. **El sistema financiero ha venido recuperándose luego de la crisis financiera internacional a fines de 2008, mostrando señales de una perspectiva positiva en el corto plazo.** No obstante, tanto las colocaciones como los depósitos aún muestran tasas de crecimiento anuales por debajo de las observadas antes del inicio de la crisis.
- iv. **Los principales indicadores del sistema financiero mostraron una mejora en los últimos seis meses. Los indicadores de riesgo de crédito, de liquidez y de solvencia se ubican en niveles adecuados, lo cual favorece al crecimiento del sistema financiero.**

La cartera morosa sobre colocaciones se ha estabilizado alrededor de 3,4% en el último semestre, nivel que se mantendría hasta fines de año dadas las expectativas de crecimiento de la economía. Asimismo, los indicadores de liquidez de la banca muestran niveles adecuados para cubrir las obligaciones de corto plazo. Finalmente, el ratio de capital global de las entidades del sistema financiero se mantiene estable.

- v. **El retiro del estímulo monetario, desde mayo de 2010, influyó en el nivel de las tasas de interés activas y, en menor medida, pasivas de la banca, tanto en moneda nacional como extranjera. Ello hizo que el spread de tasas en moneda nacional se incremente, mientras que el spread en moneda extranjera se mantuviera estable.**

El incremento de las tasas de interés se reflejó en una recuperación de la rentabilidad en la banca, mientras que la rentabilidad de las entidades no bancarias ha disminuido en los últimos seis meses, por la morosidad mostrada en los segmentos que opera.

- vi. **El mercado de capitales presenta condiciones muy favorables para la emisión de valores y la incorporación de nuevas empresas emisoras.** Existe una importante demanda potencial de los inversionistas institucionales por activos financieros locales.

Si bien es cierto que las empresas pueden obtener financiamiento para capital de trabajo y para la expansión de sus operaciones a un costo atractivo, dado el rendimiento de la deuda soberana y la amplia liquidez de que disponen los inversionistas institucionales, existen factores coyunturales (como el fácil acceso al crédito bancario) y estructurales (como la falta de información financiera adecuada de los potenciales emisores) que inhiben el desarrollo del mercado doméstico de capitales.

- vii. **El crecimiento de los mercados financieros no ha sido suficiente para generar una oferta interna de instrumentos financieros que cubran la creciente demanda de los inversionistas institucionales, principalmente de las AFP.** Esta asimetría entre oferta y demanda ha generado una concentración de las inversiones en un número reducido de emisores. Por ello, el Banco Central ha incrementado los límites operativos de inversión en el exterior de las AFP para que mejoren la diversificación de su cartera administrada.

viii. El crecimiento previsto de los fondos administrados por los inversionistas institucionales puede generar una demanda por instrumentos de inversión que exceda significativamente la oferta de los mismos. La falta de oportunidades de inversión se acentuaría si el ritmo de incorporación de nuevos emisores y el incremento de los montos emitidos se mantiene en los niveles actuales. El exceso de demanda incrementaría los precios de los activos por encima de sus valores fundamentales.

ix. En los últimos doce meses, el valor y volumen de las transferencias de fondos procesadas en los Sistemas de Pagos se expandieron, acompañando el crecimiento de la actividad económica. En ese contexto, se observó un mayor dinamismo en el uso de instrumentos electrónicos de pago.

En dicho periodo, se reforzó el marco jurídico de los Sistemas de Pagos, mediante la emisión de normas complementarias a la Ley N° 29440; y se implementó la primera fase del proceso de modernización del nuevo LBTR.

x. Los principales riesgos que enfrenta la intermediación financiera se asocian a la evolución de la economía mundial:

- a. Las medidas de expansión monetaria en los Estados Unidos pueden provocar volatilidad en los precios de los *commodities* y un mayor flujo de capitales de corto plazo en las economías emergentes. Ante esta situación será necesario combinar medidas macroprudenciales que moderen esta expansión en el financiamiento.
- b. Un debilitamiento mayor de la actividad económica en las economías desarrolladas o una situación de estrés en la deuda pública en las economías europeas podrían provocar una ola de aversión al riesgo. Ante ello, las acciones monetarias se orientarían a evitar una restricción crediticia que afecte la estabilidad económica y financiera.





I. ENTORNO MACROECONÓMICO

I.1 Entorno Internacional

El producto bruto mundial viene recuperándose principalmente por el crecimiento de las economías emergentes. Desde el segundo trimestre de 2010, aumentó la aversión al riesgo en el mercado financiero internacional debido a la desaceleración de la recuperación de las economías desarrolladas y la incertidumbre sobre la sostenibilidad de sus cuentas fiscales. La disminución en el ritmo de recuperación de los países desarrollados podría conducir a nuevos impulsos monetarios y a aumentos en las tensiones cambiarias a nivel global.

- Desde el segundo semestre de 2009,³ la economía mundial viene recuperándose de la crisis económica y financiera.** Esta crisis alcanzó su momento más delicado entre setiembre de 2008 (bancarrota del banco de inversión norteamericano *Lehman Brothers*) y el segundo trimestre de 2009 (publicación del análisis de estrés de los bancos norteamericanos por la Reserva Federal).

Posteriormente, se registró un escenario de recuperación económica y normalización de las principales variables financieras, el cual se interrumpió en el segundo trimestre de 2010 debido a los problemas de sostenibilidad fiscal de algunos países de la Zona del Euro y los signos de desaceleración de la recuperación del PBI de los Estados Unidos.⁴

**CUADRO 1.1
EVOLUCIÓN Y PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DEL PBI (EN %)**

	2010 Estimado				Reporte de Inflación BCRP Set. 10	2011 Estimado			
	World Economic Outlook (WEO)					World Economic Outlook (WEO)			
	2009	Abr. 10	Jul. 10	Oct. 10		Abr. 10	Jul. 10	Oct. 10	Reporte de Inflación BCRP Set. 10
Economía Mundial	-0,8	4,2	4,6	4,8	4,2	4,3	4,3	4,2	3,7
Economías desarrolladas	-3,2	2,3	2,6	2,7	2,4	2,4	2,4	2,2	1,9
EEUU	-2,5	3,1	3,3	2,6	2,7	2,6	2,9	2,3	2,4
Zona del Euro	-3,9	1,0	1,0	1,7	1,2	1,5	1,3	1,5	1,0
Japón	-5,3	1,9	2,4	2,8	2,4	2,0	1,8	1,5	1,0
Economías emergentes y en desarrollo	2,1	6,3	6,8	7,1	6,2	6,5	6,4	6,4	5,8

Fuente: FMI, BCRP.

3 La recesión en los EE.UU. finalizó en junio de 2009 de acuerdo con el Comité del Ciclo Económico del *National Bureau of Economic Research (NBER)*.

4 El PBI del segundo trimestre de 2010 aumentó 1,6% (tasa anualizada), resultado inferior al registrado en el primer trimestre de 2010 (3,7%) y al del cuarto trimestre de 2009 (5%).

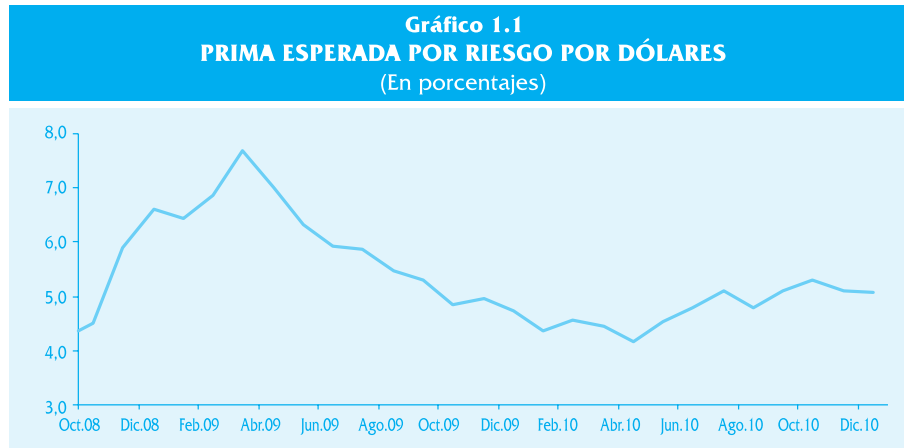
2. **Hasta octubre, la presión de los mercados sobre los países de la Zona del Euro se ha aliviado.** Lo anterior se explica por los resultados positivos del análisis de estrés en los principales bancos, promovido por el Banco Central Europeo; y por el desarrollo de programas de ajuste fiscal con importantes recortes en los programas sociales, lo que a su vez está generando tensiones sociales. Desde noviembre, una renovada presión en los mercados de deuda de Irlanda, Portugal y España ha puesto en marcha coordinaciones al interior de la Unión Europea para evitar una crisis de deuda en dichos países. En este entorno, el Euro se depreció en relación al dólar y a otras divisas.
3. **Estados Unidos muestra una recuperación lenta pero sostenida.** Un factor importante reside en que los efectos del impulso fiscal han sido ya absorbidos por la economía. El lento ritmo de recuperación del producto y el alto nivel de desempleo están generando presiones para realizar una mayor expansión monetaria (*Quantitative Easing 2*) y posponer el programa de ajuste fiscal.
4. **El ritmo de crecimiento en las economías emergentes sigue elevado, lo que ha llevado a que en diversos países se inicie el retiro del impulso monetario y el consiguiente aumento en las tasas de interés.** En tanto, las presiones sobre China para que efectúe una apreciación del yuan se han incrementado, a pesar que en octubre último el país asiático elevó su tasa de interés de referencia por primera vez en 3 años (el incremento fue de 0,25%).

Sin embargo, un alto registro inflacionario para el mes de octubre ha llevado al Banco Central de China a adoptar medidas de encaje y de tasas de interés para restringir el crecimiento de la liquidez y el crédito. El posible impacto de estas medidas en la actividad económica de China ha presionado a la baja las cotizaciones en los mercados de *commodities*.

5. **La incertidumbre en el mercado financiero, medida a través de la prima esperada por riesgo en moneda extranjera,⁵ mostró una tendencia decreciente entre marzo de 2009 (7,7%) y marzo de 2010 (4,1%).** Sin embargo, a partir de abril pasado, la aversión al riesgo de los inversionistas se incrementó (5,31% en octubre de 2010), debido a la mayor desconfianza en la solvencia de las cuentas fiscales de algunos países de la Zona del Euro (Irlanda y Grecia).

5 Indica el exceso de rentabilidad que un inversionista diversificado exige en el mes *t* al mercado bursátil (*Standard & Poor's 500*) por encima del retorno del activo libre de riesgo (bono del Tesoro de los EE.UU.).





Fuente: Damodaran Online.

A inicios de mayo, el FMI y los gobiernos de la Zona del Euro aprobaron la ayuda financiera a Grecia (80 mil millones de euros), con lo cual dicho país tendría cubiertas sus necesidades de financiamiento en el corto plazo. Similar medida ha sido aprobada para Irlanda en noviembre de 2010.

- 6. La acelerada recuperación de los precios de las acciones en los mercados desarrollados y emergentes continuó durante el año.** Así, el índice de países desarrollados (*MSCI World*) se incrementó en 4,8%, en lo que va del año, y el índice bursátil de las bolsas de economías emergentes (*MSCI Emerging Markets*) se incrementó en 11,8% hasta octubre pasado.

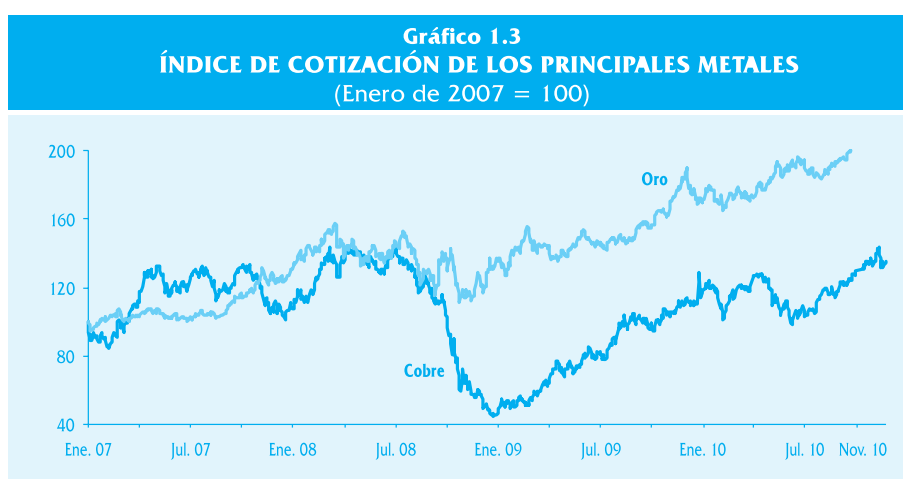
A fines de julio, el mercado reaccionó positivamente a la publicación de los resultados del ejercicio de estrés a los bancos europeos. Se concluyó que siete instituciones financieras (cajas españolas, principalmente) no cumplían con el ratio de capital mínimo con respecto a los activos ponderados por riesgo (6%).



Fuente: MSCI.

- 7. Los precios de los principales *commodities* de exportación peruanos registraron un comportamiento positivo en lo que va del año.** Por un lado, el menor nivel de existencias de cobre y la mayor demanda por parte de China, el principal consumidor a nivel mundial, se tradujeron en una aceleración de la tasa de incremento del precio del cobre (13% en lo que va del año). Por su parte, la mayor aversión al riesgo favoreció a la cotización del oro debido a su característica de activo de refugio, registrando un incremento de 22% en lo que va del año.

Estas tendencias se han atenuado y corregido, en parte, durante noviembre debido a la volatilidad creada por las acciones restrictivas del Banco Central de China.



Fuente: Reuters.

I.2 Entorno Nacional

Luego de una desaceleración en 2009, la economía peruana ha mostrado una recuperación en lo que va del presente año, liderada por el sector no primario. En ese sentido, el BCRP ha retirado el estímulo monetario con la finalidad de disminuir eventuales presiones inflacionarias. Finalmente, las expectativas de crecimiento son positivas tanto para 2010 como para 2011.

- 8. La economía nacional ha mostrado una importante recuperación en los primeros ocho meses del año.** Los sectores que más destacaron fueron construcción, manufactura y comercio. Por el lado de la demanda, el crecimiento se explicó en gran parte por el desempeño de la inversión privada, la cual creció 21,4% durante el periodo enero – setiembre.





CUADRO 1.2
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales con respecto al mismo período del año anterior)

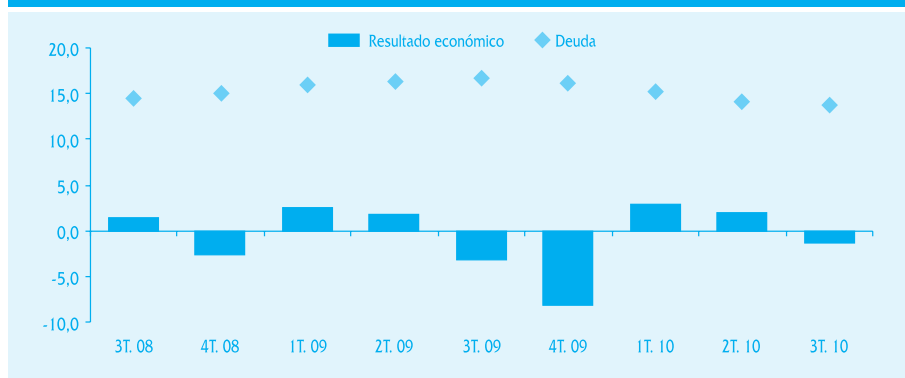
	2008	2009	2010			
			I Trim.	II Trim.	III Trim.	Ene.-Set.
Agropecuario	7,2	2,3	4,2	5,2	2,8	4,2
Pesca	6,3	-7,9	-8,5	-10,2	-28,2	-14,3
Minería e hidrocarburos	7,6	0,6	0,4	0,8	-2,6	-0,5
Manufactura	9,1	-7,2	7,6	17,4	18,0	14,3
Electricidad y agua	7,8	1,2	6,5	8,6	8,4	7,8
Construcción	16,5	6,1	16,8	21,5	16,6	18,2
Comercio	13,0	-0,4	8,1	11,0	9,6	9,6
Otros servicios	9,1	3,1	5,0	9,0	9,2	7,8
Producto Bruto Interno (PBI)	9,8	0,9	6,2	10,2	9,7	8,7
PBI primario	7,4	1,0	0,8	2,4	0,1	1,2
PBI no primario	10,3	0,8	7,3	12,0	11,5	10,3

Fuente: BCRP.

9. Las cuentas fiscales muestran resultados positivos, ante la recuperación de la actividad económica doméstica: mayores ingresos y mayores gastos debido al Plan de Estímulo Económico (PEE). Sin embargo, se espera que el gasto del gobierno se estabilice en el corto plazo con la finalidad de evitar presiones inflacionarias.

Así, en el primer semestre de 2010 se viene registrando un superávit fiscal de 2,4% en promedio, teniendo en cuenta un incremento de gastos de capital de 29,6% en lo que va del año, acorde con la política fiscal expansiva dentro del PEE. Por otro lado, la deuda externa del sector público representa alrededor de 15% del PBI, registrando una tendencia decreciente desde el cuarto trimestre de 2009.

Gráfico 1.4
DEUDA EXTERNA PÚBLICA Y RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR NO FINANCIERO (% PBI)



Fuente: BCRP.

10. El Banco Central ha reaccionado a la reactivación de la economía retirando preventivamente el estímulo monetario, a la vez que ha tomado medidas para preservar la liquidez del sistema financiero en niveles adecuados.

**RECUADRO 1
POLÍTICA MONETARIA**

El BCRP aplicó políticas en el marco de su principal función, la estabilidad de precios, aunado a medidas para preservar la estabilidad del sistema financiero. En el primer caso, el retiro del estímulo monetario es la principal medida adoptada, dados los indicadores macroeconómicos. El segundo objetivo fue enfrentar el fuerte influjo de capitales del exterior, consistente con el primer objetivo.

El retiro del estímulo monetario empezó a aplicarse desde mayo, con lo cual se ha elevado la tasa de referencia desde su nivel mínimo histórico de 1,25% hasta 3,0% en setiembre. En los respectivos comunicados de política monetaria, el BCRP enfatizó el carácter preventivo de los ajustes de la tasa de interés de referencia, en un contexto caracterizado por el fuerte dinamismo de la demanda interna y en el cual diversos indicadores de la actividad económica señalan un alto crecimiento con una inflación que se ubica dentro del rango meta.⁶

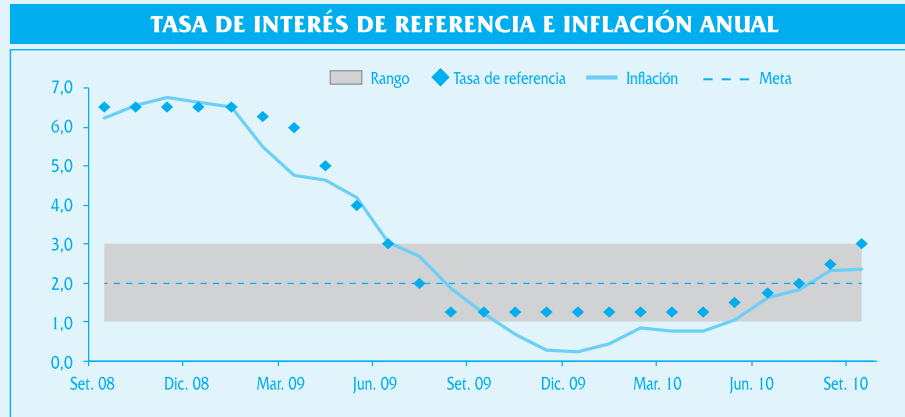
Asimismo, con la finalidad de preservar la liquidez del sistema financiero y de complementar las acciones de política monetaria relacionadas a la tasa de interés, el BCRP elevó los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera. Así, en el periodo abril-octubre:

- Se elevó la tasa de encaje mínimo legal, de 6,0% a 9,0%, con una exoneración de S/. 50 millones ó el 5,6% del Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE), el menor.
- Se elevó el requerimiento mínimo en cuenta corriente de los bancos, de 1,0% a 3,0%.
- Se elevó la tasa de encaje marginal en moneda nacional, de 0% a 25%.
- Se elevó la tasa de encaje marginal en moneda extranjera, de 30% a 55%
- Se elevó la tasa de encaje medio en moneda extranjera en 0,5 puntos porcentuales sobre la tasa implícita de encaje del periodo comprendido entre el 1 y el 31 de julio de 2010.
- Se elevó la tasa de encaje a depósitos de entidades financieras no residentes, de 35% a 120%.
- Se elevó la tasa de encaje a los adeudados con el exterior de corto plazo, de 35% a 75%.

Por otro lado, desde el 18 de junio, el BCRP reinició las compras de moneda extranjera en el mercado cambiario, adquiriendo hasta setiembre US\$ 6 082 millones en Mesa de Negociación. Cabe señalar que las intervenciones en el mercado cambiario buscan limitar la excesiva volatilidad del tipo de cambio, en un escenario de fuerte influjo de capitales y depreciación de la moneda estadounidense, asociado a expectativas de un menor ritmo de recuperación de la economía estadounidense. En lo que va del año (enero – setiembre), el BCRP ha acumulado compras por US\$ 8 736 millones.

⁶ Desde mayo, la inflación inició una fase de convergencia hacia el rango meta, alcanzando un valor de 2,37% en setiembre. Se proyecta que la inflación se mantendrá en el rango de tolerancia en los próximos dos años, aunque se prevé que, a fines de 2010, estará más cercana al límite superior de dicho rango por el efecto transitorio del aumento de precios de algunos alimentos, evolución asociada a choques de oferta.





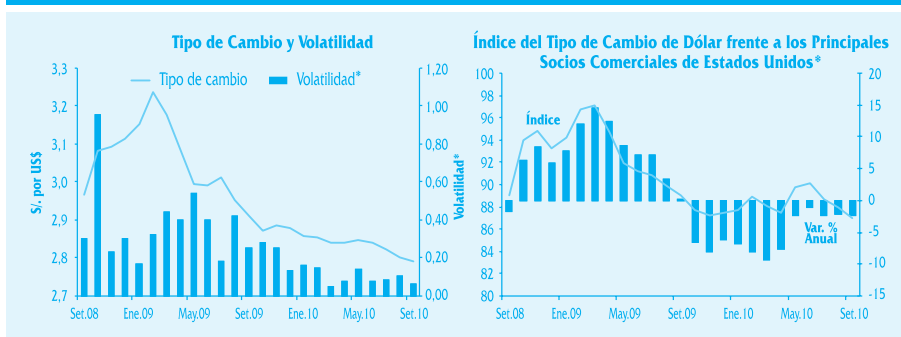
Fuente: BCRP.

Finalmente, en setiembre, el BCRP creó nuevos instrumentos monetarios con la finalidad de preservar la liquidez del sistema financiero en niveles adecuados, los mismos que son aplicables desde octubre. El primero de ellos es el denominado Certificado de Depósito en Moneda Nacional con Tasa de Interés Variable (CDV BCRP), que estará sujeto a un reajuste en función de la tasa de interés de referencia de la política monetaria (Circular N° 036-2010-BCRP); mientras que el segundo es el Certificado de Depósito Liquidable en Dólares (CDLD BCRP), cuyo rendimiento fijo o variable está en función de la tasa de interés de referencia de la política monetaria o de otra variable que determine el BCRP, y el pago en la emisión y en la redención se realizará en dólares (Circular N° 037-2010-BCRP).

11. El tipo de cambio registró un comportamiento estable, con una tendencia levemente decreciente, en un contexto de señales débiles de recuperación del entorno internacional. La moderada recuperación de la actividad económica en el entorno internacional y los problemas de deuda soberana en Europa, junto con la mejora de la actividad económica doméstica, conllevaron un incremento en el ingreso de capitales del exterior y una reasignación de fondos por parte de los inversionistas no residentes e institucionales.

El índice del dólar frente a los principales socios de EEUU se ha estabilizado en el semestre abril – setiembre 2010, aunque viene disminuyendo en los últimos meses. Asimismo, este índice aún registra tasas de crecimiento anuales negativas, aunque menores a las del semestre octubre 2009 – marzo 2010. Ello reflejaría el lento proceso de recuperación de la principal economía mundial.

Gráfico 1.5
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

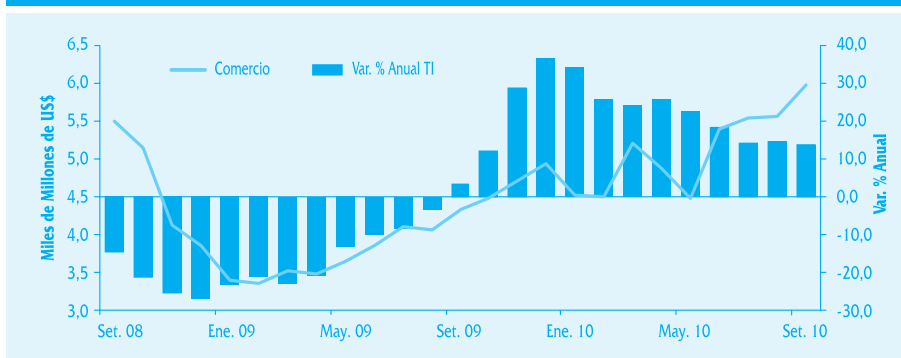


* Desviación estándar de la variación porcentual diaria del tipo de cambio venta interbancario.
Fuente: BCRP.

* Medido como Unidades Monetarias de sus Socios Comerciales por Dólar.
Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

12. Los términos de intercambio mostraron una considerable recuperación durante el año, explicada por la evolución del precio del cobre, desde 2009, y la tendencia alcista del precio del oro. De esta manera, se observa un incremento del comercio exterior (exportaciones más importaciones) en los últimos seis meses, impulsado tanto por los mayores precios de nuestras exportaciones como por el crecimiento de la demanda interna.

Gráfico 1.6
COMERCIO INTERNACIONAL DE BIENES Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



Fuente: BCRP.

13. Las expectativas macroeconómicas sobre la actividad económica han mejorado, mientras que las de tipo de cambio se han revisado a la baja. Por un lado, las expectativas de crecimiento del PBI se han incrementado, tanto para 2010 como para 2011; y, por otro lado, se espera que la moneda local se aprecie ligeramente a fines de 2010 y de 2011.



**CUADRO 1.3
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS**

		Actividad Económica (Var.%)				Tipo de Cambio (S/. por US\$)			
		Set.09	Mar.10	Jun.10	Set.10	Set.09	Mar.10	Jun.10	Set.10
Entidades	2010	4,2	5,0	6,0	7,5	2,90	2,80	2,80	2,77
Financieras	2011	5,0	5,3	5,5	7,9	2,90	2,78	2,81	2,77
Analistas	2010	4,0	4,9	6,5	7,7	3,00	2,80	2,80	2,75
	2011	4,8	5,0	6,0	6,0	2,91	2,80	2,82	2,78
Empresas No Financieras	2010	4,0	5,0	6,0	7,0	3,00	2,85	2,85	2,80
	2011	5,0	5,0	6,0	6,0	3,10	2,90	2,90	2,82

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP.

II. MERCADOS FINANCIEROS

II.1 Análisis de la Situación de los Deudores del Sistema Financiero

Las empresas corporativas registraron una mejora de sus ventas y su rentabilidad gracias al mayor dinamismo de la economía, obteniendo mayores flujos de caja operativos, lo cual fortaleció sus indicadores financieros. Por otro lado, la recuperación de la tasa de crecimiento del empleo contribuyó a disminuir la cartera morosa de los créditos otorgados a los hogares, lo cual aunado a la menor dolarización de los créditos en este segmento, representa una mejora en la situación financiera de este sector.

II.1.1 Empresas

14. En el primer semestre de 2010, las empresas corporativas registraron una mejora de sus ventas y su rentabilidad gracias al mayor dinamismo de la actividad económica doméstica y al incremento de las cotizaciones de los commodities. Los mayores flujos de caja operativos fortalecieron los indicadores financieros de las empresas. Como resultado, las empresas poseen adecuados niveles de liquidez y no se observan alteraciones en el proceso de cobranza y de pago de las cuentas.

La mejora de las ventas, la mayor confianza empresarial y la expectativa de mayores niveles de demanda posibilitaron la finalización del proceso de ajuste de inventarios y la reanudación de los planes de inversión para ampliar la capacidad productiva.⁷

Las mayores inversiones y necesidades de capital de trabajo se traducen en una mayor demanda por financiamiento. La amplia liquidez en las entidades financieras y en los inversionistas institucionales asegura la disponibilidad de recursos a las empresas corporativas a través de préstamos bancarios y de la emisión de instrumentos de deuda.

El acceso a este financiamiento se da en un entorno de bajas tasas de interés, a pesar del reciente ajuste de la política monetaria, lo que permitirá que los gastos financieros se mantengan en niveles reducidos.

Asimismo, se espera para los próximos trimestres mayores niveles de ventas y utilidades de las empresas dadas las perspectivas de crecimiento de la economía. Ello les permitiría aumentar su apalancamiento con el objetivo de financiar sus planes

⁷ El énfasis actual en expandirse contrasta con la situación a inicios de 2009, cuando frente a una desaceleración de la economía, las empresas se concentraron en ajustar inventarios, rediseñar sus planes de inversión y mejorar sus procesos productivos para reducir costos.

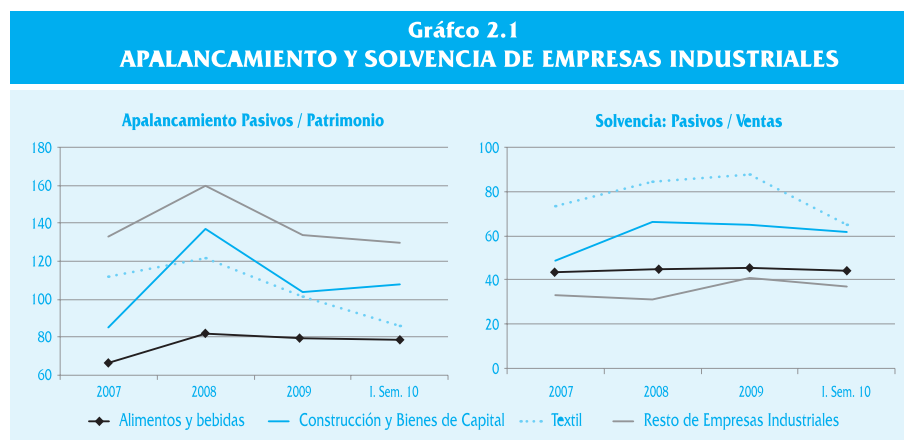




de adquisición de activos fijos y acumulación de inventarios, sin comprometer su desempeño y solidez financiera.

No obstante, es posible que las empresas financien, al menos parcialmente, su expansión con recursos propios provenientes de los mayores flujos de caja que percibirían. Asimismo, las empresas podrían tener un ritmo de inversiones más cauto, dada las lecciones de la crisis de 2008, cuando tuvieron planes de expansión muy agresivos que las llevaron a apalancarse y acumular inventarios en exceso. En estos escenarios, la demanda por financiamiento a través de préstamos bancarios o de emisiones de deuda, no aumentaría de manera significativa. De igual manera, una mayor demanda por fondos prestables de las empresas no implicaría necesariamente un mayor ritmo de emisión de bonos y papeles comerciales, dado que las empresas pueden preferir financiarse a través de crédito bancario.

15. Las empresas de alimentos y bebidas continúan mostrando un sólido desempeño financiero. Sus ventas crecieron ligeramente en el primer semestre de 2010 favorecidas por el repunte del consumo de los hogares debido al incremento de la confianza del consumidor, el aumento del empleo y la recuperación del ingreso nacional disponible.



Fuente: Economática.

Las principales empresas de este sector están embarcadas en un proceso de expansión de sus operaciones a través de la ampliación de su capacidad productiva o la adquisición de nuevas empresas, incluso extranjeras. La expectativa de crecimiento del sector se sustenta en que el actual consumo per cápita en el país de los principales bienes pertenecientes al rubro de alimentos y bebidas se encuentra todavía muy por debajo de los niveles regionales. Asimismo, las empresas están esforzándose para desarrollar nuevas líneas de producto con mayor valor agregado con la finalidad de obtener mayores márgenes.

16. Las empresas del sector construcción y bienes de capital registraron un importante repunte de sus ventas y rentabilidad en el primer semestre de 2010.

La mayor inversión pública asociada a obras de infraestructura, la construcción de viviendas y centros comerciales, el desarrollo de proyectos energéticos y mineros, y el dinamismo de la autoconstrucción contribuyen a explicar el crecimiento de este sector.

En vista de las perspectivas de crecimiento del sector construcción para los próximos años, las empresas han retomado sus proyectos de inversión. Así, por ejemplo, todas las empresas cementeras poseen importantes planes para ampliar su capacidad de producción con el fin de poder atender la demanda futura. Por su parte, las empresas siderúrgicas han recuperado sus márgenes brutos luego del agotamiento de inventarios antiguos de costo alto.

**CUADRO 2.1
INDICADORES DE VENTAS Y RENTABILIDAD DEL SECTOR INDUSTRIAL**

Sectores		2007	2008	2009	I Sem.10
Alimentos y Bebidas	Ventas (Millones de S/.)	8 502	9 958	10 246	5 189
	Var. % Anual	21%	17%	3%	5%
	Margen operativo /1	14%	15%	17%	17%
	ROE	14%	17%	20%	21%
Construcción y Bienes de Capital	Ventas (Millones de S/.)	9 099	11 643	10 471	6 059
	Var. % Anual	21%	28%	-10%	19%
	Margen operativo /1	17%	16%	10%	16%
	ROE	19%	17%	12%	20%
Textil	Ventas (Millones de S/.)	1 124	1 044	868	496
	Var. % Anual	3%	-7%	-17%	19%
	Margen operativo /1	10%	9%	6%	8%
	ROE	9%	1%	5%	7%
Resto de Empresas Industriales	Ventas (Millones de S/.)	15 165	18 038	14 068	7 899
	Var. % Anual	21%	19%	-22%	24%
	Margen operativo /1	7%	3%	7%	6%
	ROE	17%	2%	16%	14%

1/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.
Fuente: Económica.

17. El sector textil se ha beneficiado de la gradual recuperación de sus principales mercados del exterior y de la mayor demanda del mercado interno. El aumento de las ventas fue posible gracias a la recuperación del principal mercado de destino, los Estados Unidos. A su vez, contribuyó la expansión de las empresas textiles hacia nuevos mercados de la región como Brasil, Colombia y Chile. Sin embargo, las exportaciones a Venezuela, que se convirtió en el segundo mercado en importancia, continúan mostrando una trayectoria decreciente.

En general, no se espera que este sector realice en el corto plazo inversiones adicionales para expandir su producción, dado que su capacidad actual es adecuada





para sus niveles de ventas. Cabe recordar, que el sector textil fue uno de los más golpeados por la crisis internacional por lo que las empresas de este sector se vieron obligadas a reducir inventarios, costos operativos y ajustar sus presupuestos de inversión a lo estrictamente necesario. Esta mayor cautela ha permitido que en el primer semestre de 2010 mejoren los ratios de apalancamiento y solvencia gracias a la reducción de su endeudamiento, con lo que han consolidado su posición financiera.

CUADRO 2.2
INDICADORES FINANCIEROS DEL SECTOR INDUSTRIAL
(En porcentaje)

Sector		2007	2008	2009	I Sem.10
Alimentos y Bebidas	Pasivos / Patrimonio Neto	67	82	80	79
	Pasivos / Ventas	44	45	45	44
	Liquidez Ácida 1/	0,9	0,7	1,0	0,8
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>				
	Inventarios	90	89	75	78
	Cuentas por cobrar	32	40	41	39
	Pago a los proveedores	42	40	48	47
Construcción y Bienes de Capital	Pasivos / Patrimonio Neto	85	137	104	108
	Pasivos / Ventas	49	66	65	62
	Liquidez Ácida 1/	0,9	0,7	0,9	0,8
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>				
	Inventarios	122	187	145	145
	Cuentas por cobrar	31	36	39	41
	Pago a los proveedores	36	43	56	61
Textil	Pasivos / Patrimonio Neto	112	122	102	86
	Pasivos / Ventas	74	84	88	65
	Liquidez Ácida 1/	0,7	0,7	1,0	1,0
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>				
	Inventarios	185	258	207	201
	Cuentas por cobrar	81	92	79	80
	Pago a los proveedores	25	26	29	30
Resto de Empresas Industriales	Pasivos / Patrimonio Neto	133	160	134	130
	Pasivos / Ventas	33	31	41	37
	Liquidez Ácida 1/	1,0	0,9	1,2	1,2
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>				
	Inventarios	82	79	69	74
	Cuentas por cobrar	35	36	33	34
	Pago a los proveedores	34	50	39	38

1/ Mide la capacidad más inmediata que posee una empresa para enfrentar sus compromisos de corto plazo.

Se calcula como la diferencia del activo corriente (excluyendo los inventarios) menos el pasivo corriente.

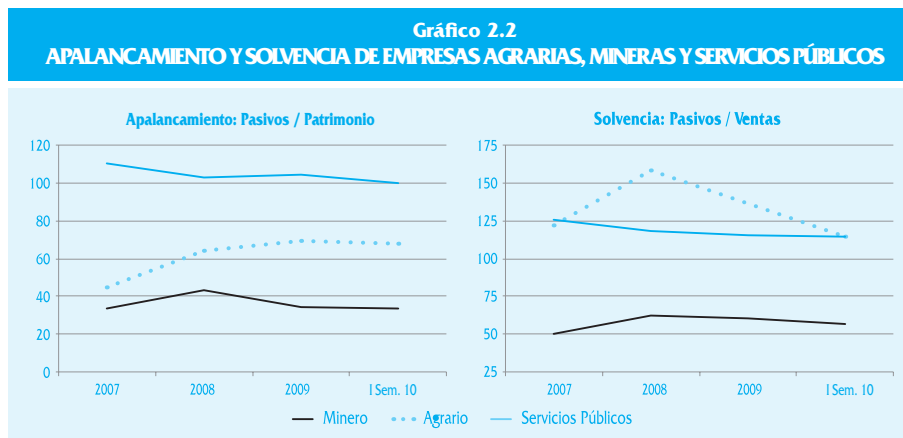
Fuente: Económica.

20. El resto de empresas industriales⁸ experimentó un repunte de 24% en sus ventas en el primer semestre de 2010. Las perspectivas de crecimiento de estas empresas son favorables, dado el incremento de la demanda que les permite un mayor uso

8 Este grupo está conformado por industrias químicas, industrias de plásticos, refinación de petróleo, manufacturas diversas, actividades de impresión y edición, etc.

de su capacidad instalada con lo que se reduce el costo total unitario de producción y se incrementa la utilidad. Asimismo, destaca las mayores exportaciones de estas empresas, en particular, a mercados de la región.

19. Las empresas azucareras vienen mostrando, desde el segundo semestre de 2009, altos niveles de rentabilidad y capacidad de generación de flujo de caja, que les ha permitido consolidar su posición financiera. Este sector se ha beneficiado del alza de la cotización del azúcar en el mercado internacional a partir de junio de 2009 que se tradujo en precios muy atractivos en el mercado local para los productores.⁹



Fuente: Economática.

CUADRO 2.3
INDICADORES DE VENTAS Y RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS AGRARIAS, MINERAS Y DE SERVICIOS PÚBLICOS

Sectores		2007	2008	2009	I Sem.10
Agrario	Ventas (Millones de S/.)	833	797	1 036	664
	Var. % Anual	-4%	-4%	30%	64%
	Margen operativo /1	29%	19%	29%	37%
	ROE	7%	3%	10%	17%
Minero	Ventas (Millones de S/.)	26 342	24 446	22 470	12 786
	Var. % Anual	23%	-7%	-8%	35%
	Margen operativo /1	61%	50%	48%	54%
	ROE	51%	34%	32%	36%
Servicios Públicos	Ventas (Millones de S/.)	14 169	15 722	16 312	8 099
	Var. % Anual	6%	11%	4%	1%
	Margen operativo /1	15%	22%	25%	24%
	ROE	7%	12%	17%	16%

1/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

Fuente: Economática.

9 El precio de la azúcar ha retomado su tendencia al alza en el mercado internacional luego de pasar por una fase correctiva entre febrero y mayo de 2010.





Las inversiones realizadas, durante 2008 y 2009, en la renovación de los campos de cultivos, perforación de pozos, sistemas de riego, construcción de calderos, adquisición de maquinaria pesada y equipos agrícolas permitieron incrementar de manera importante la productividad y rendimiento por hectárea del cultivo de caña de azúcar. Además, se habilitaron nuevas hectáreas para la siembra de caña y de cultivos de agro exportación, a la vez que prosiguen los planes para la producción y posterior exportación de etanol.

20. Las empresas mineras presentan los mejores indicadores financieros, acercándose su rentabilidad (margen operativo y ROE) a la obtenida previo a la crisis internacional. El sector minero cuenta con una elevada liquidez, representando sus activos corrientes sin inventarios, 3 veces sus pasivos de corto plazo. De igual modo, su apalancamiento es bastante bajo a junio de 2010, sus pasivos representan el 34% del patrimonio neto, gracias a la política de capitalización de utilidades y al incremento de la cuenta de utilidades retenidas.

La sólida posición financiera de estas empresas y los mayores flujos de caja les permiten poseer los recursos adecuados para incrementar su programa de inversiones, sus niveles de reserva y su producción. Así, el sector cuenta con recursos financieros y capacidad de endeudamiento para desarrollar importantes proyectos en carpeta, en beneficio de las regiones del país.

CUADRO 2.4
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS AGRARIAS, MINERAS Y DE SERVICIOS PÚBLICOS
(En porcentaje)

Sectores	2007	2008	2009	I Sem. 10	
Agrario	Pasivos / Patrimonio Neto	45	64	70	68
	Pasivos / Ventas	116	159	134	107
	Liquidez Ácida 1/	1,0	1,0	1,3	1,3
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>				
	Inventarios	66	60	35	65
	Cuentas por cobrar	10	12	25	35
	Pago a los proveedores	65	45	50	67
Minero	Pasivos / Patrimonio Neto	33	43	35	34
	Pasivos / Ventas	30	44	43	38
	Liquidez Ácida 1/	2,8	2,1	2,5	3,0
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>				
	Inventarios	76	91	90	85
	Cuentas por cobrar	29	25	29	23
	Pago a los proveedores	33	40	36	41
Servicios Públicos	Pasivos / Patrimonio Neto	111	103	105	100
	Pasivos / Ventas	120	112	109	108
	Liquidez Ácida 1/	0,7	0,9	0,8	1,1
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>				
	Inventarios	9	9	10	11
Cuentas por cobrar	51	56	59	57	

1/ Mide la capacidad más inmediata que posee una empresa para enfrentar sus compromisos de corto plazo.

Se calcula como la diferencia del activo corriente (excluyendo los inventarios) menos el pasivo corriente.

Fuente: Económica.

21. Las ventas de las empresas de servicios públicos se incrementaron ligeramente durante el primer semestre de 2010, manteniendo indicadores financieros favorables.

Las empresas de servicios públicos se caracterizan por su activa presencia en el mercado de capitales tanto en términos de saldo vigente de deuda emitida como por número y monto de emisiones.¹⁰ Estas empresas tienen como política financiar un alto porcentaje de sus pasivos a través de la emisión de bonos corporativos y papeles comerciales. Los instrumentos de deuda de las empresas de servicios públicos son muy demandados por los inversionistas institucionales ya que poseen las mejores calificaciones de riesgo, debido a la menor volatilidad de sus ingresos y resultados financieros con respecto a otros sectores, a su capacidad sostenida de generar flujos de caja y a la escala de sus operaciones.

El desempeño financiero de estas empresas seguirá siendo positivo dado el ritmo de crecimiento que muestra la demanda por energía eléctrica acorde con el mayor dinamismo de la economía. En particular, la expansión del sector comercial, por ejemplo a través de la construcción de centros comerciales, se viene constituyendo en una de las principales fuentes de crecimiento de la demanda por energía.

II.1.2 Hogares

22. El crédito a los hogares¹¹ mostró una moderada aceleración en el último semestre respecto al semestre anterior, principalmente los créditos de consumo.

CUADRO 2.5 CRÉDITO A LOS HOGARES (En Millones de S/.)						
	Set. 09	Mar.09	Jun.09	Set.10	Set.10 / Set.09	
					Flujo	Var.%
Total 1/	33 243	35 525	37 267	38 730	5 487	16,5
Banca	27 653	29 340	30 876	32 058	4 404	15,9
No Banca	3 712	3 930	3 932	4 107	395	10,6
En Moneda Nacional	23 634	25 886	27 409	28 612	4 978	21,1
Banca	18 321	19 958	21 238	22 161	3 840	21,0
No Banca	3 435	3 672	3 712	3 885	450	13,1
En Moneda Extranjera (US\$)	3 448	3 459	3 537	3 631	183	5,3
Banca	3 349	3 366	3 458	3 551	202	6,0
No Banca	99	93	79	79	-20	-19,8

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de septiembre de 2010. Incluye al Banco de la Nación.
Fuente: Balances de Comprobación.

10 Las empresas más representativas del sector: Edegel, Edelnor, Luz del Sur, Telefónica del Perú y Telefónica Móviles figuran entre principales emisores en el mercado de capitales local.

11 Conformado por los créditos de consumo y los hipotecarios.

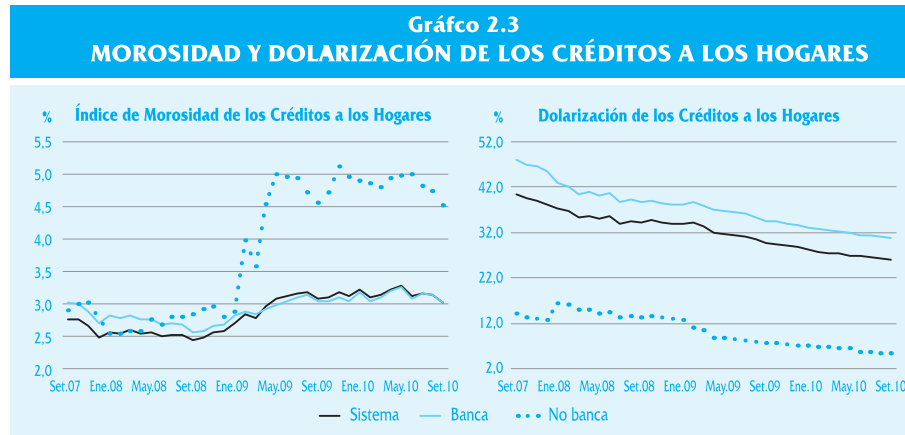




Este mayor dinamismo se explica por los créditos otorgados por la banca, los que crecieron a un mayor ritmo respecto al semestre anterior. En contraste, los otorgados por las entidades no bancarias se desaceleraron, lo que se explicaría por la lenta recuperación de los sectores a los que atienden estas entidades, los cuales son los más sensibles a cambios en el ciclo económico.

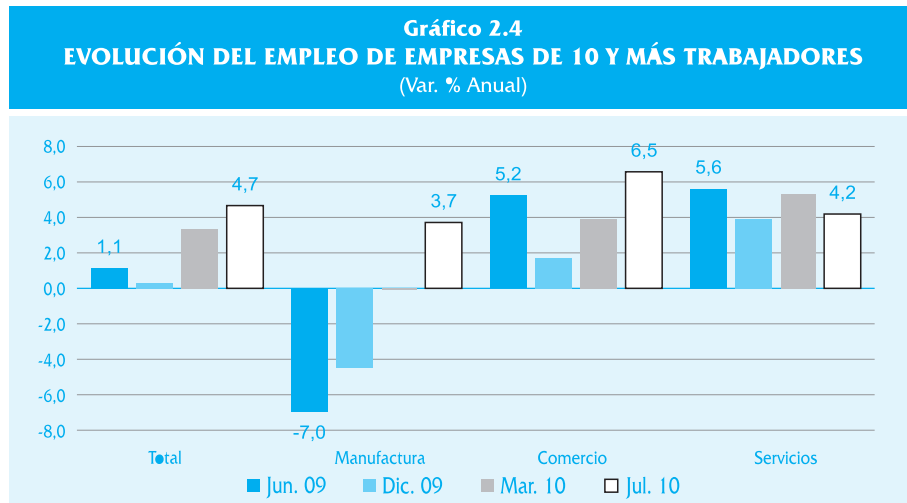
23. La cartera morosa como porcentaje de las colocaciones brutas a los hogares disminuyó en los últimos meses. Sin embargo, tal como se observa en el Gráfico 2.3, las entidades no bancarias especializadas en créditos de consumo (básicamente, las financieras) aún muestran una morosidad elevada, explicado por la lenta recuperación de los prestatarios a los que se orientan estas entidades. Por su parte, la dolarización de los créditos a los hogares mantiene la tendencia decreciente identificada en el Reporte anterior.

Con ello, continúa la mejora en las condiciones crediticias de los hogares y la reducción en la exposición al riesgo cambiario crediticio de las entidades financieras que prestan a este sector.



Fuente: Balances de Comprobación.

24. La reducción en la morosidad de los créditos a los hogares se debe, en parte, a la recuperación en el empleo observada en los últimos seis meses, sobre todo en el sector manufactura, el más afectado por la crisis financiera internacional en 2009. Como se previó en el Reporte anterior, la paulatina mejora en la situación de los hogares, acorde con la recuperación de la economía doméstica, se empieza a ver reflejada en una mejora en su nivel de ingresos y en su capacidad de pago.



Fuente: BCRP.

Los créditos de consumo otorgados mediante tarjetas de crédito del sistema financiero se desaceleraron a partir de setiembre de 2008; sin embargo, desde marzo de 2010 retomaron su tendencia creciente. Los deudores con 1 ó 2 tarjetas representan, a setiembre de 2010, alrededor del 78,7% del total de deudores de tarjeta de crédito, proporción que se ha incrementado en línea con su deuda desde setiembre de 2008. En el siguiente recuadro se presenta un análisis de la evolución de estos créditos, entre setiembre de 2008 y de 2010.

RECUADRO 2
INDICADORES DEL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE CONSUMO
DE LAS PERSONAS NATURALES

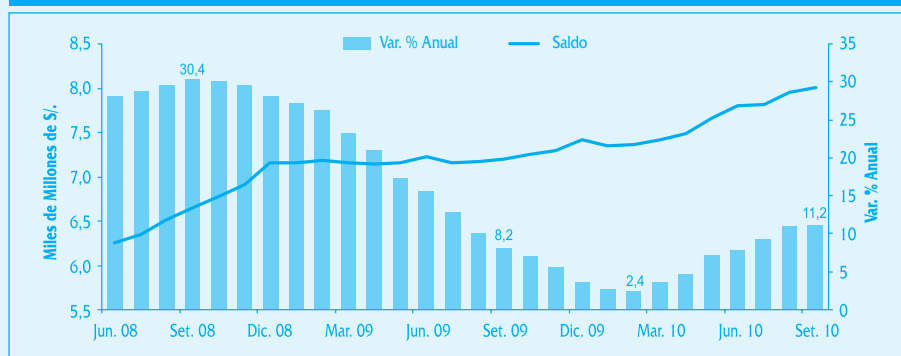
Para medir el nivel de endeudamiento de los deudores de créditos de consumo se pueden utilizar una serie de indicadores, entre los que destacan: (1) servicio de deuda / ingresos; (2) número de deudores con 3 ó más tarjetas de crédito; y, (3) deuda total / ingresos. No obstante ello, la información del nivel de ingreso y del servicio de deuda de los clientes de créditos de consumo no se encuentra disponible, por lo que únicamente se puede analizar la evolución del segundo indicador.

A partir del cuarto trimestre de 2008, los créditos de consumo del sistema financiero otorgados mediante tarjetas de crédito mostraron una marcada desaceleración, alcanzando en febrero de 2010 su ritmo de crecimiento anual (últimos 12 meses) más bajo (2,4%). A partir de dicho mes, la tasa de crecimiento anual de estos créditos retomó su tendencia creciente, alcanzando 11,2% en setiembre de 2010, menor a los niveles previos a la agudización de la crisis financiera internacional (30,4% en setiembre de 2008).





COLOCACIONES DE CONSUMO MEDIANTE TARJETA DE CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO



Fuente: Balances de Comprobación.

El número de tarjetas de crédito emitidas a nivel del sistema financiero se incrementó hasta setiembre de 2009, para luego registrar una reducción en el cuarto trimestre de 2009, en línea con el cambio de tendencia en su tasa de crecimiento anual. Cabe indicar que el número de tarjetas se ha venido elevando en los tres primeros trimestre de 2010, aunque su número sigue siendo menor al de setiembre de 2009.

NÚMERO DE TARJETAS DE CRÉDITO DE CONSUMO DEL SISTEMA FINANCIERO

	Set.08	Dic.08	Mar.09	Jun.09	Set.09	Dic.09	Mar.10	Jun.10	Set.10
Total	5 961 020	6 088 981	6 119 854	6 366 004	6 382 004	6 044 221	6 057 149	6 142 245	6 344 437
Tasa de Crecimiento Anual	18,6%	15,9%	13,8%	10,5%	7,1%	-0,7%	-1,0%	-3,5%	-0,6%

Fuente: SBS.

Entre setiembre de 2008 y de 2009, la proporción de deudores con una sola tarjeta de crédito aumentó de 52,3% a 53,1%, manteniéndose estable la participación de su deuda en el total de endeudamiento por tarjetas de crédito. En contraste, entre setiembre de 2009 y de 2010, se observó una disminución de la proporción de estos deudores, junto con un incremento de la participación de su deuda.

DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LOS DEUDORES QUE POSEEN UNA Ó MAS TARJETAS DE CREDITO (%)

Cantidad de Tarjetas	% de Deudores de Tarjetas de Crédito						% de Deudas de Tarjetas de Crédito					
	Set.08	Mar.09	Set.09	Mar.10	Jun.10	Set.10	Set.08	Mar.09	Set.09	Mar.10	Jun.10	Set.10
1	52,3	52,5	53,1	53,2	52,8	52,9	18,8	18,1	18,9	19,3	19,3	19,3
2	24,5	24,5	25,1	25,5	25,8	25,8	23,1	23,2	24,3	25,0	25,2	25,1
3	12,7	12,7	12,6	12,6	12,8	12,8	22,2	22,4	22,6	22,9	23,2	23,3
≥4	10,5	10,2	9,2	8,7	8,7	8,6	35,9	36,3	34,2	32,8	32,3	32,2

Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

La proporción de deudores con 2 tarjetas de crédito aumentó de manera sostenida entre setiembre de 2008 y de 2010, en línea con el aumento en la participación de su deuda de tarjetas de crédito. La proporción de deudores con 3 tarjetas se mantuvo estable. En contraste, la proporción de deudores con 4 ó más tarjetas disminuyó (de 10,5% a 8,6%), al igual que la participación de su deuda de tarjetas de crédito.

El ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas de los deudores con 1, 2, 3 y 4 ó más tarjetas de crédito presentó una tendencia similar: un alza entre setiembre 2008 y junio de 2009, y luego una reducción entre junio de 2009 y setiembre de 2010. No obstante, en este último periodo se registró un ligero incremento en la morosidad de los deudores con 1 ó 2 tarjetas en el cuarto trimestre de 2009; y de los deudores con 3 ó más tarjetas, en el primer trimestre de 2010.

DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LOS DEUDORES QUE POSEEN UNA Ó MAS TARJETAS DE CREDITO (%)

Cantidad de Tarjetas	Ratio de Morosidad								
	Set.08	Dic.08	Mar.09	Jun.09	Set.09	Dic.09	Mar.10	Jun.10	Set.10
1	4,7%	4,8%	5,7%	6,4%	5,9%	6,2%	6,2%	6,4%	6,2%
2	3,6%	3,8%	4,6%	5,1%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,4%
3	3,2%	3,4%	4,2%	4,8%	4,3%	4,0%	4,2%	4,0%	3,8%
≥4	4,7%	4,9%	5,5%	6,3%	5,9%	5,8%	6,0%	5,5%	4,9%
Total	4,1%	4,3%	5,0%	5,7%	5,2%	5,1%	5,3%	5,1%	4,8%

Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

25.El aumento de la morosidad de los créditos hipotecarios, observado desde la profundización de la crisis financiera internacional, no fue sistémico. Dicho aumento se concentró en algunas entidades que incursionaron a nuevos segmentos cuyos ingresos están más relacionados al ciclo económico. Por otra parte y pese al importante dinamismo de dichos créditos observado en los últimos doce meses, no se aprecian evidencias de una burbuja hipotecaria.

**RECUADRO 3
EVOLUCIÓN DE LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS**

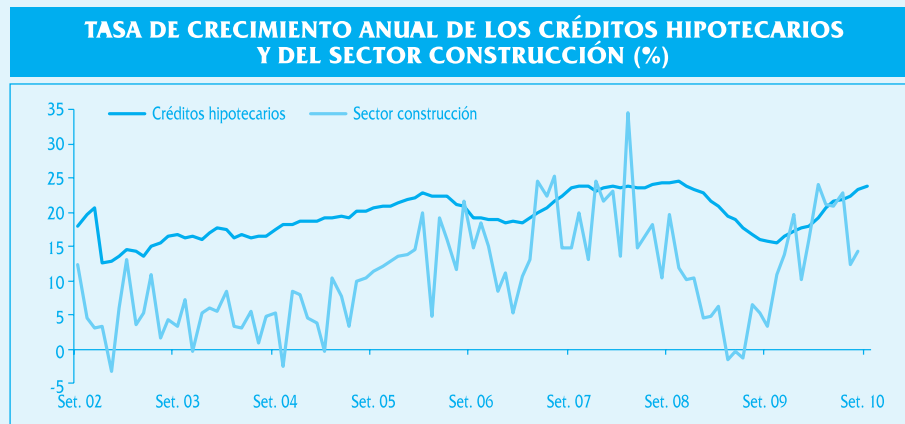
Desde 2002, el crédito hipotecario muestra un importante dinamismo, en paralelo a la recuperación de la actividad del sector construcción, notándose que el nivel de créditos respecto al total de colocaciones del sistema financiero y del PBI es aún bajo.¹² Asimismo, la tasa de crecimiento anual

¹² En setiembre de 2010, los créditos hipotecarios del sistema financiero representaron el 12,8% de las colocaciones brutas y cerca del 3,5% del PBI, nivel que es bajo comparado con otros países de la región, como Colombia (5%) y Chile (16%).



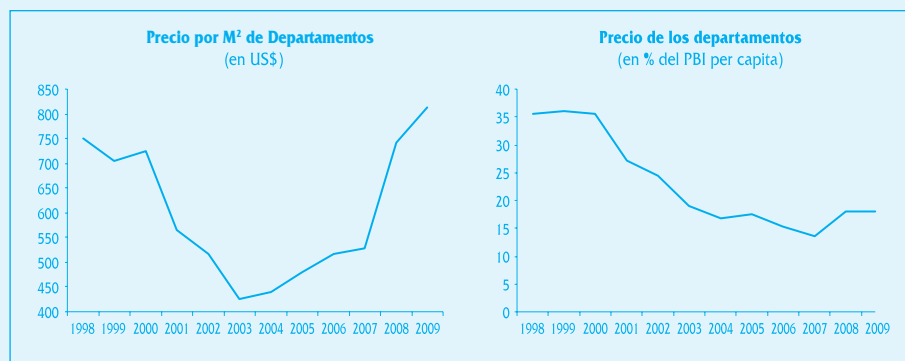


(últimos doce meses) de este tipo de crédito se ha incrementado a 23,8% en setiembre último, mostrando una progresiva recuperación hacia los niveles previos a la profundización de la crisis financiera internacional, en octubre de 2008.



Fuente: BCRP e INEI.

A pesar de este aumento del crédito hipotecario, no se aprecian evidencias de una burbuja hipotecaria. Los precios de las viviendas se incrementaron en los últimos años, alcanzando niveles similares a los observados en 1998. Con la última información disponible (a diciembre de 2009) de la Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO),¹³ se estima que el precio promedio por metro cuadrado de los departamentos en Lima Metropolitana se habría incrementado 9,8% en 2009, pasando de US\$ 741 a US\$ 814. Sin embargo, este último nivel de precios es aún bajo como proporción del PBI per cápita.



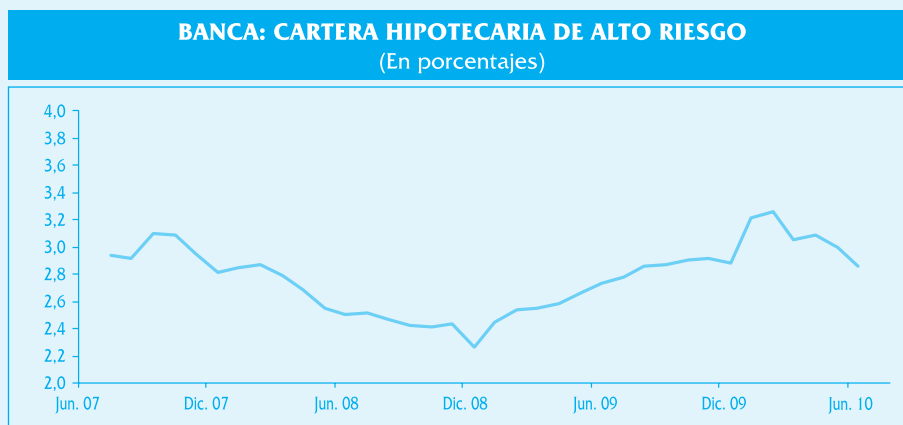
Fuente: CAPECO.

13 Los datos son recogidos por CAPECO mediante encuestas que se realizan en 49 distritos de Lima Metropolitana y Callao. En la muestra, se incluye tanto inmuebles nuevos como los preexistentes.

Similar conclusión se obtiene en la Nota de Estudios del BCRP N° 55, “Indicadores del Mercado Inmobiliario”¹⁴ publicado el 28 de octubre de 2010. En ese estudio, al igual que con la información de CAPECO, se muestra que el precio de venta de los departamentos en dólares por metro cuadrado presenta un incremento a partir de fines de 2006, aunque antes de ese período solo registraron una reducción moderada.

Por otro lado, las condiciones crediticias en el mercado de créditos hipotecarios no han variado sustancialmente. Así, en los últimos doce meses, el plazo promedio de los créditos hipotecarios de la banca fluctúa entre 20 y 30 años, aunque la duración promedio de estos créditos se mantiene en aproximadamente 8 años, ya que los clientes suelen efectuar prepagos. Asimismo, el *loan-to-value* (LTV), que se define como el ratio entre el monto del préstamo y el valor del inmueble hipotecado, llega a alcanzar el 80%, aunque este nivel tiende a ser menor debido a que las personas estarían aportando una mayor cuota inicial por sus hipotecas (menor deuda como porcentaje del valor del inmueble).

Desde la profundización de la crisis financiera internacional, se observó un aumento de la morosidad de los créditos hipotecarios. Así, se observó una ligera disminución de los créditos hipotecarios con categoría normal de la banca que se trasladaron a la cartera de alto riesgo (CAR),¹⁵ de 2,4% en octubre de 2008 a 2,9% en junio de 2010 (última información disponible).



Fuente: SBS.

Este deterioro no fue sistémico y se concentró en algunas entidades financieras que reorientaron su estrategia crediticia, desde el año 2006, hacia sectores cuyos ingresos están más relacionados al ciclo económico. Sin embargo, las medidas correctivas que dichas entidades han estado implementando, así como la recuperación de la actividad económica, se vienen reflejando en la disminución de la CAR en los últimos meses.

14 En dicho estudio, se presenta la evolución de las medianas de los precios de venta trimestrales por metro cuadrado de departamentos nuevos ubicados en los distritos de La Molina, Miraflores, San Isidro, San Borja y Surco. En la elaboración de la información, se trabajó con inmuebles de similares características.
15 La cartera de alto riesgo equivale a la suma de los créditos con calificación deficiente, dudoso y pérdida.



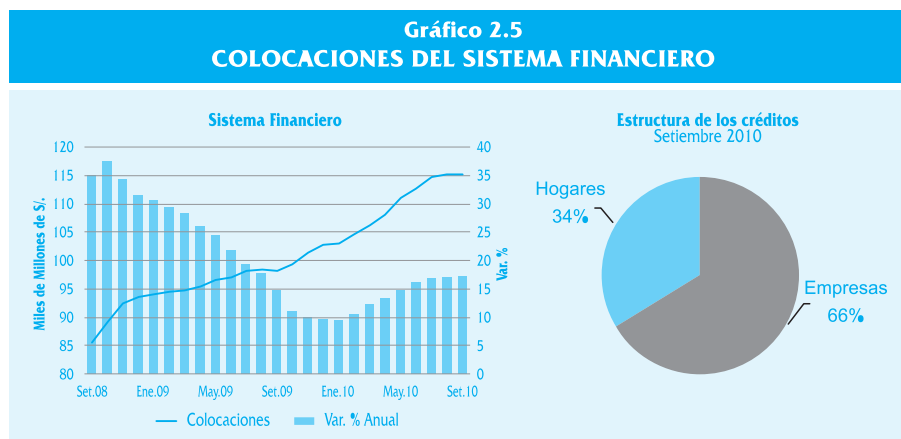


II.2 Sistema Financiero

El sistema financiero mostró una recuperación en sus niveles de colocaciones y depósitos, impulsado por el contexto macroeconómico doméstico favorable. Por otro lado, los indicadores de morosidad y de rentabilidad muestran mejoras importantes, mientras que la liquidez se mantiene en niveles adecuados. Finalmente, la tendencia decreciente de la dolarización de los créditos y depósitos se mantiene, lo cual reduce la exposición al riesgo cambiario.

26. Las colocaciones del sistema financiero siguen creciendo en el último semestre.

La reactivación de la economía junto con las mejores perspectivas de la economía local explican dicha tendencia. No obstante, la tasa de crecimiento anual (últimos 12 meses) de las colocaciones se ha desacelerado en el último trimestre, en un contexto de aumentos en la tasa de referencia y de mayores requerimientos de encaje.



Fuente: Balances de Comprobación.

27. En el último semestre, la tasa de crecimiento promedio mensual de las colocaciones se mantuvo estable comparada con la del semestre anterior. Ello se explica por la aceleración de los créditos otorgados a los hogares, compensado por la desaceleración de los créditos a las empresas.

En particular, los créditos a los hogares (tanto de consumo como hipotecario) son los que más crecieron en términos relativos, al pasar de una tasa promedio mensual de 1,1% a una de 1,5%. Por su parte, los créditos a las empresas se desaceleraron levemente, principalmente en el segmento de microempresas.

Por tipo de moneda, los créditos en moneda nacional mostraron una aceleración, mientras que los créditos en moneda extranjera hicieron lo contrario, en un contexto de expectativas de apreciación del Nuevo Sol.

CUADRO 2.6
COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO POR TIPO DE CRÉDITO
(En Millones de S/.)

	Set.09	Mar.10	Jun.10	Set.10	Set.10 / Set.09	
					Flujo	Var.%
Total 1/	98 171	106 261	112 634	115 157	16 987	17,3
Empresas 2/	64 928	70 736	75 367	76 427	11 499	17,7
Hogares	33 243	35 525	37 267	38 730	5 487	16,5
- Consumo	20 970	22 095	23 150	23 759	2 790	13,3
- Hipotecario	12 273	13 431	14 117	14 971	2 698	22,0
En Moneda Nacional	54 603	59 562	63 266	65 590	10 986	20,1
Empresas 2/	30 969	33 677	35 857	36 978	6 008	19,4
Hogares	23 634	25 886	27 409	28 612	4 978	21,1
- Consumo	18 654	19 854	20 877	21 533	2 880	15,4
- Hipotecario	4 980	6 032	6 532	7 079	2 098	42,1
En Moneda Extranjera (US\$)	15 632	16 756	17 714	17 785	2 153	13,8
Empresas 2/	12 185	13 297	14 177	14 155	1 970	16,2
Hogares	3 448	3 459	3 537	3 631	183	5,3
- Consumo	831	804	816	799	-32	-3,9
- Hipotecario	2 617	2 655	2 722	2 832	215	8,2

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2010.

Incluye los créditos de consumo del Banco de la Nación.

2/ Comprende los créditos a la microempresa y créditos comerciales. Debido a la implementación del Nuevo Plan Contable del Sistema Financiero desde julio de 2010, las cifras entre estos tipos de créditos no son comparables.

Fuente: Balances de Comprobación.

28. Debido a las modificaciones en la clasificación de los créditos que entraron en vigencia desde julio de 2010,¹⁶ las series de créditos comerciales y a la microempresa sufrieron quiebres de tendencia por la redefinición de estos tipos de crédito, lo cual impide una adecuada comparación con la información de los meses anteriores.

RECUADRO 4
NUEVA CLASIFICACIÓN CONTABLE DE LOS CRÉDITOS

A partir de julio de 2010, entró en vigencia el Nuevo Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones.¹⁷ Este reglamento clasifica la cartera de créditos en ocho tipos, introduciendo además cambios en los criterios de clasificación de los créditos por tipo, principalmente en los créditos a la microempresa.

El siguiente cuadro presenta una comparación de los tipos de créditos y de los criterios para su clasificación, según la normativa anterior (hasta junio de 2010) y la vigente (a partir de julio de 2010). Como se aprecia, los principales cambios se han dado en lo que se refiere a los créditos comerciales y a la microempresa.

16 Resoluciones SBS N° 11356-2008 y N° 14353-2009.

17 Aprobado mediante Resolución SBS N° 11356-2008 del 19 de noviembre de 2008.





Por un lado, se ha eliminado el concepto de créditos comerciales, reemplazándolo por otros tipos de crédito que segmentan las colocaciones según el nivel de ventas anuales y/o de endeudamiento con el sistema financiero del deudor. Estos tipos de crédito son: corporativos,¹⁸ a grandes empresas, a medianas empresas y a pequeñas empresas.

Por otro lado, se ha cambiado la definición de los créditos a la microempresa. Hasta junio de 2010, en estos créditos se consideraba a deudores con endeudamiento en el sistema financiero no mayor a US\$ 30 mil; a partir de julio de 2010, considera a deudores cuyo endeudamiento total en el sistema financiero (excluyendo los créditos hipotecarios) no sea mayor a S/. 20 mil. Por ello, parte de estos créditos se ha reclasificado como a pequeñas empresas y otra parte se mantiene como créditos a la microempresa.

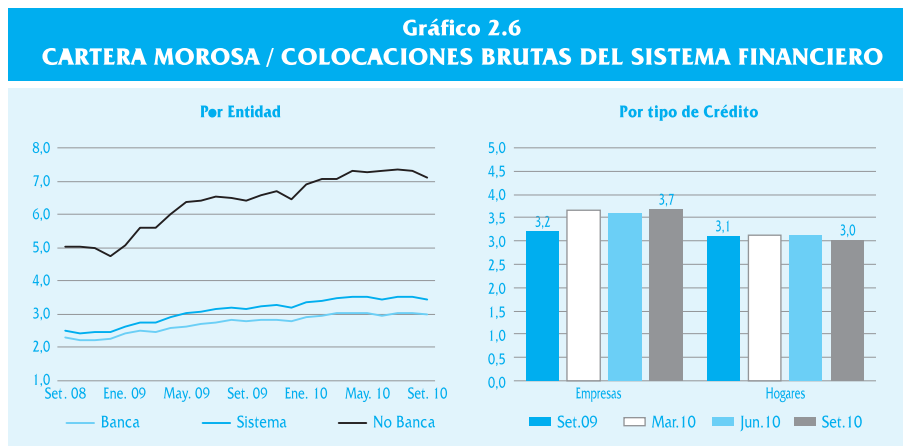
Tipos de crédito hasta junio (Part. % a junio 2010)	Criterios en base a deuda total en el sistema financiero	Tipos de crédito a partir de julio (Part. % a julio 2010)	Criterios en base a ventas anuales y/o a deuda total en el sistema financiero (excluyendo créditos hipotecarios)	
Créditos Comerciales (55%)	Personas Naturales (PN) o Personas Jurídicas (PJ) con deuda mayor a US\$ 30 mil (ó su equivalente en moneda nacional)	Créditos corporativos (17,9%)	PJ con ventas mayores a S/. 200 millones en los dos últimos años, según EEFF auditados	
		Créditos a grandes empresas (17%)	PJ con ventas entre S/. 20 millones y S/. 200 millones, en los dos últimos años; o que mantiene emisiones de títulos de deuda vigentes en el último año en el mercado de capitales	
		Créditos a medianas empresas (15,3%)	PJ con deuda mayor a S/. 300 mil en los últimos 6 meses; con ventas no mayores a S/. 20 millones y sin emisiones en el mercado de capitales PN con deuda mayor a S/. 300 mil en los últimos 6 meses, y que cuente con créditos a pequeñas o microempresas	
		Créditos a pequeñas empresas (10,4%)	PN o PJ con deuda entre S/. 20 mil y S/. 300 mil, en los últimos 6 meses	
Créditos a la Microempresa (12%)	PN o PJ con deuda hasta de US\$ 30 mil (ó su equivalente en moneda nacional)	Créditos a microempresas (6,7%)	PN o PJ con deuda menor o igual a S/. 20 mil, en los últimos 6 meses	
Créditos de Consumo (20,5%)	PN	Créditos de Consumo (20,2%)	Revolventes	PN (excepto si tiene deuda mayor a S/. 300 mil, en los últimos 6 meses, y cuente adicionalmente con créditos a pequeñas o microempresas)
			No Revolventes	
Créditos Hipotecarios para Vivienda (12,5%)	PN	Créditos hipotecarios para vivienda (12,5%)	PN	

18 Bajo la nueva clasificación de créditos, también se consideran como corporativos a los créditos soberanos, a los concedidos a bancos multilaterales de desarrollo, a entidades del sector público, a intermediarios de valores, a empresas del sistema financiero, a los patrimonios autónomos de seguros de crédito y a fondos de garantía constituidos conforme a la ley. El agregado de estos créditos representa apenas el 1,8% del total de créditos del sistema financiero y el 10% del total de créditos corporativos.

29. La cartera morosa como proporción del total de créditos ha mantenido una tendencia estable. Así, este indicador se mantuvo en niveles por debajo a lo observado durante la crisis financiera de fines de la década de 1990.¹⁹

A nivel de entidades, las no bancarias son las que muestran el mayor nivel de deterioro, mientras que las bancarias han estabilizado dicho ratio en alrededor de 3%.

Por tipo de crédito, el ratio de cartera morosa se incrementó en mayor medida en los créditos a las empresas (principalmente a las microempresas); mientras que en el caso de los créditos a los hogares, registró una mejora, además de la menor morosidad en los créditos hipotecarios. El deterioro en los créditos a las empresas se explica, en gran parte, por las entidades no bancarias, cuyos deudores están más expuestos a las fluctuaciones del ciclo económico.



Fuente: Balances de Comprobación.

30. En los últimos años, los créditos del sistema financiero a las microempresas (MES) han mostrado mayor dinamismo que el resto de tipo de créditos, aunque también registraron una desaceleración importante por los efectos de la crisis financiera internacional. La mayoría de deudores de este tipo de créditos posee deuda con hasta dos entidades financieras, mientras que su deuda promedio se ha venido incrementando. Cerca de la cuarta parte de estos deudores también tiene otro tipo de créditos de las entidades financieras. En el siguiente recuadro se presenta un análisis de la evolución de estos créditos, entre diciembre de 2004 y junio de 2010.

¹⁹ En setiembre de 2010, la cartera morosa representó el 3,46% de las colocaciones brutas; mientras que en noviembre de 2001 este ratio fue 17,64%.

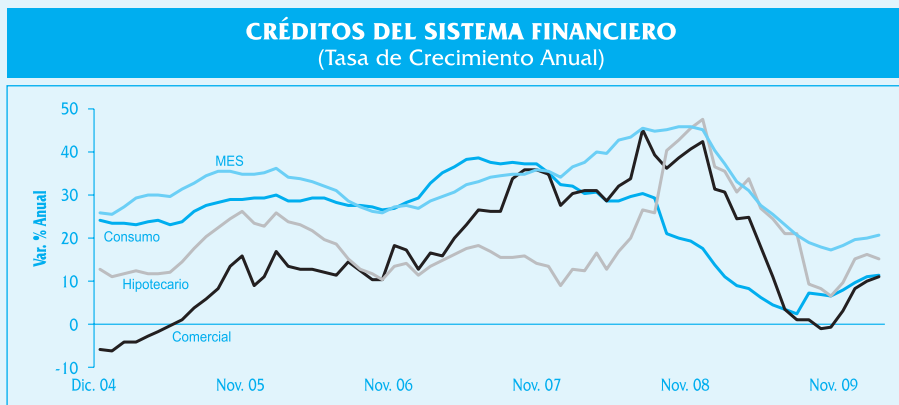




RECUADRO 5 EVOLUCIÓN DE LOS CRÉDITOS A LA MICROEMPRESA (MES)

Los créditos a la microempresa (MES)²⁰ del sistema financiero mostraron un elevado dinamismo, creciendo a tasas anuales (últimos doce meses) mayores al 17%, entre diciembre de 2004 y junio de 2010. El ritmo de crecimiento ha sido, en promedio, mayor al del resto de tipo de créditos; por lo que pasaron de 7,2% del total de créditos en diciembre de 2004 a 11,8% en junio de 2010.

Desde fines de octubre de 2008 y hasta fines de febrero de 2010, estos créditos mostraron una marcada desaceleración en su ritmo de crecimiento producto de la crisis financiera internacional. Luego, se observa una recuperación, aunque sin alcanzar las tasas de crecimiento observadas antes de la agudización de la crisis.



Fuente: Balances de Comprobación.

En base a la información disponible en el Reporte Crediticio Consolidado (RCC), se observa que la mayoría de créditos MES se concentra en las microempresas que mantienen deuda con hasta 2 entidades financieras. Asimismo, la proporción de deudores con 4 ó más entidades se ha reducido mientras que esa proporción para deudores con tres entidades se ha mantenido.

DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LOS DEUDORES DE CRÉDITOS A LA MICROEMPRESA EN EL SISTEMA FINANCIERO (%)

# Entidades	% de Deudores							% de Deudas MES						
	Dic.04	Dic.05	Dic.06	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Jun.10	Dic.04	Dic.05	Dic.06	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Jun.10
1	83,1	81,5	80,1	78,8	77,0	76,6	76,5	61,8	58,0	55,3	53,5	52,5	53,0	53,2
2	13,6	14,5	15,1	16,5	17,6	18,3	18,5	25,5	26,9	28,8	30,6	32,2	33,5	33,6
3	2,8	3,3	3,7	3,9	4,3	4,2	4,2	9,8	11,3	11,9	12,1	11,6	10,7	10,6
Más de 4	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0	0,9	0,8	2,9	3,9	3,9	3,8	3,7	2,8	2,6

Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

20 Se considera la definición de crédito MES previa a la modificación del Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones (que entró en vigencia a partir de julio de 2010), es decir, aquellas personas naturales o jurídicas con deuda en el sistema financiero hasta de US\$ 30 mil ó su equivalente en moneda nacional. A partir de julio de 2010, se considera deudores MES aquellos con deuda total en el sistema financiero, excluyendo los créditos hipotecarios, no mayor a S/. 20 mil.

La deuda MES promedio se ha venido incrementando considerablemente desde diciembre de 2004 y, como es previsible, la deuda promedio aumenta conforme se incrementa el número de entidades financieras con las cuales se mantiene créditos MES.

DEUDA MES PROMEDIO DE LOS DEUDORES MES (En S/.)

# Entidades	Dic.04	Dic.05	Dic.06	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Jun.10
1	4 383	4 681	4 726	5 120	6 041	6 544	6 790
2	11 063	12 186	12 722	13 990	16 198	17 301	17 780
3	20 777	22 604	22 334	23 284	23 667	23 763	24 577
Más de 4	33 646	35 972	34 802	34 215	31 285	30 311	31 120
Total	5 896	6 582	6 839	7 539	8 859	9 452	9 763

Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

Por otro lado, a junio de 2010, sólo el 23,7% del total de deudores MES (que concentra el 35,9% del total de la deuda MES) posee además créditos comerciales²¹ (42,8% del total de la deuda de estos prestatarios con el sistema financiero), de consumo (11,9%) e hipotecarios (0,8%). El total de la deuda de estos prestatarios equivale al 10,6% del total de créditos del sistema financiero. Asimismo y en los últimos 3 años, la deuda total promedio de estos deudores en el sistema financiero se mantiene estable.

DEUDA TOTAL PROMEDIO DE LOS DEUDORES MES QUE TIENEN OTROS CRÉDITOS (En S/.)

	Dic.04	Dic.05	Dic.06	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Jun.10
Comercial	218 689	173 286	121 732	148 245	148 339	131 856	119 890
Microempresa	8 864	9 598	10 192	11 703	13 456	14 271	14 836
Consumo	2 880	3 449	3 835	4 315	4 257	4 369	4 388
Hipotecario	63 841	65 607	65 339	68 548	47 744	45 417	46 837
Total	28 545	25 745	23 869	28 596	31 805	33 308	33 344

Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

La morosidad de los créditos otorgados a estos prestatarios, medida por la cartera de alto riesgo (CAR)²², se redujo hasta diciembre de 2007, para luego aumentar hasta junio de 2010, asociado a los efectos de la crisis financiera internacional. El incremento de la morosidad se registró en todos los tipos de crédito, lo que respondería al efecto del “alineamiento” en la clasificación de riesgo de un mismo deudor por parte de todas las entidades del sistema financiero. Este aumento ha sido más pronunciado en los créditos hipotecarios.

21 Ello ocurre porque algunas entidades financieras clasifican las colocaciones a un deudor como créditos comerciales y otras entidades financieras clasifican al mismo deudor como MES.

22 Comprende los créditos otorgados a los deudores clasificados con categorías de riesgo deficiente, dudoso y pérdida.





CAR ¹ DE LOS DEUDORES MES QUE TIENE OTROS CRÉDITOS (% de las colocaciones brutas)							
	Dic.04	Dic.05	Dic.06	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Jun.10
Comercial	14,9	11,9	2,8	2,6	2,7	5,4	5,7
Microempresa	7,3	6,7	6,7	4,8	4,9	7,7	8,2
Consumo	9,9	8,9	8,6	7,0	8,2	10,6	10,0
Hipotecario	5,1	5,5	3,8	3,0	10,4	16,8	18,4
Total	11,6	9,3	5,4	4,1	4,4	7,1	7,4

1/ Comprende los créditos otorgados a los deudores con categoría de riesgo deficiente, dudoso y pérdida.
Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

Cabe indicar que, entre diciembre de 2004 y junio de 2010, los segmentos de consumo y MES sólo han registrado aumentos leves de su CAR (de 9,9% a 10,0% en el primer caso, y de 7,3% a 8,2% en el segundo), pese a que los prestatarios de estos segmentos mostraron el mayor aumento en su deuda promedio.

31. La exposición patrimonial al riesgo de crédito²³ del sistema financiero disminuyó en los últimos seis meses, mientras que el indicador de provisiones específicas sobre cartera morosa se incrementó levemente. Cabe indicar que en el último semestre se observa, tanto en la banca como en las entidades no bancarias, una mejora en el segundo indicador, debido al mayor aumento de las provisiones.

CUADRO 2.7 INDICADORES DE RIESGO DE CRÉDITO (En porcentaje)				
		Sistema	Banca	No Banca
Cartera Morosa Neta de Provisiones Específicas / Patrimonio 1/	Sep-09	2,88	3,74	3,02
	Mar-10	4,40	5,09	5,82
	Jun-10	4,40	4,92	6,49
	Set-10	3,91	4,39	5,73
Cartera Pesada / Colocaciones Brutas 2/	Set-09	1,99	1,63	4,86
	Mar-10	2,18	1,78	5,28
	Jun-10	2,15	1,71	5,42
	Set-10	2,17	1,73	5,30
Cartera Morosa / Colocaciones Brutas	Set-09	3,17	2,78	6,43
	Mar-10	3,49	3,04	7,08
	Jun-10	3,44	2,95	7,30
	Set-10	3,46	2,98	7,11
Provisiones Específicas / Cartera Morosa	Set-09	83,84	78,34	91,30
	Mar-10	78,79	74,36	84,04
	Jun-10	78,38	74,12	83,15
	Set-10	79,71	75,39	84,93

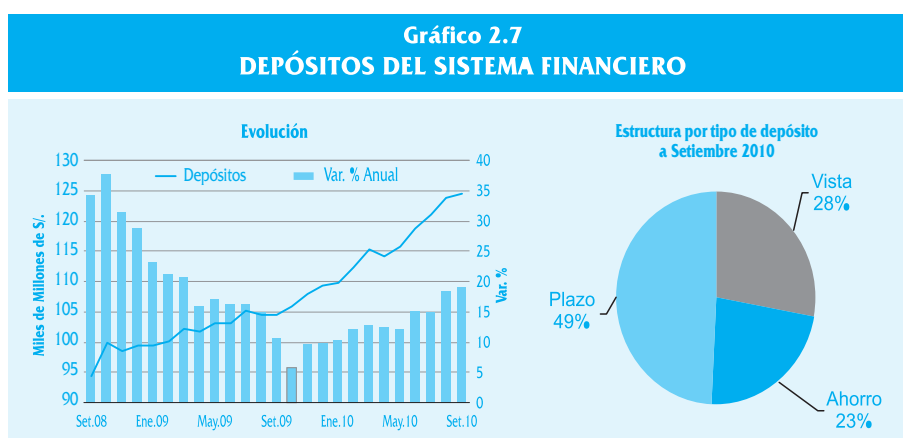
1/ La cartera morosa es el agregado de la cartera pesada, la refinanciada y la reestructurada.

2/ La cartera pesada es el agregado de la cartera vencida y en cobranza judicial.

Fuente: Balances de Comprobación.

23 Medida por el ratio de cartera morosa neta de provisiones específicas sobre patrimonio.

32. Los depósitos captados en el sistema financiero mantuvieron una tendencia creciente en los últimos seis meses. Al igual que los créditos, el incremento en la captación de depósitos se explica por la recuperación de la actividad económica, lo cual se ha traducido en mayores ingresos tanto en los hogares como en las empresas.



Fuente: Balances de Comprobación.

33. Por tipo de depósito, los depósitos a la vista y ahorro mostraron una leve desaceleración, compensada por la aceleración en los depósitos a plazo, especialmente en moneda nacional.

CUADRO 2.8
DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO POR TIPO DE DEPÓSITOS
(En Millones de S/.)

	Set.09	Mar.10	Jun.10	Set.10	Set.10 / Set.09	
					Flujo	Var. %
Total 1/	104 502	115 271	118 687	124 457	19 955	19,1
Vista	28 199	32 662	34 996	34 567	6 368	22,6
Ahorro	23 370	27 306	27 006	28 776	5 406	23,1
Plazo	52 933	55 302	56 685	61 114	8 181	15,5
En Moneda Nacional	53 545	63 254	64 121	70 320	16 774	31,3
Vista	15 149	18 099	19 205	18 533	3 384	22,3
Ahorro	12 536	15 584	14 814	16 221	3 685	29,4
Plazo	25 860	29 572	30 102	35 565	9 705	37,5
En Moneda Extranjera (US\$)	18 284	18 664	19 579	19 425	1 141	6,2
Vista	4 683	5 226	5 666	5 753	1 071	22,9
Ahorro	3 887	4 206	4 375	4 505	618	15,9
Plazo	9 714	9 232	9 538	9 167	-547	-5,6

* Flujo promedio mensual y variación porcentual efectiva mensual del periodo.

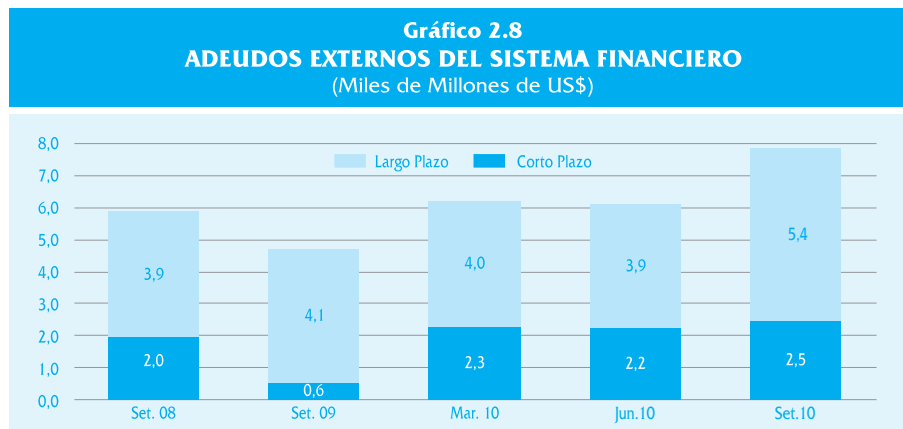
1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2010.

Fuente: Balances de Comprobación.





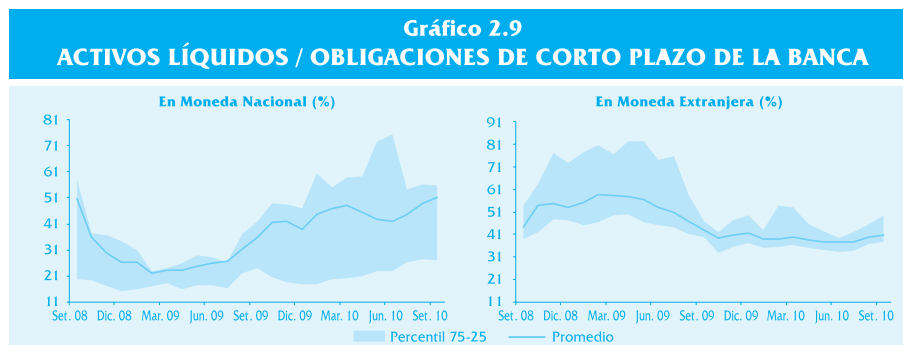
34. Los adeudados con el exterior se incrementaron en los últimos seis meses, principalmente los de corto plazo. El incremento de los adeudados con el exterior se da en un contexto de flujo de capitales ante el entorno internacional débil aunado a la recuperación de la economía doméstica. Por otro lado, la participación de los adeudados con el exterior de corto plazo se incrementó en el último semestre, aunque a un nivel por debajo de lo observado en la crisis financiera internacional de fines de la década de 1990.²⁴



Fuente: Balances de Comprobación.

Cabe señalar que los adeudados con el exterior refleja la emisión de deuda en el exterior de algunos bancos.

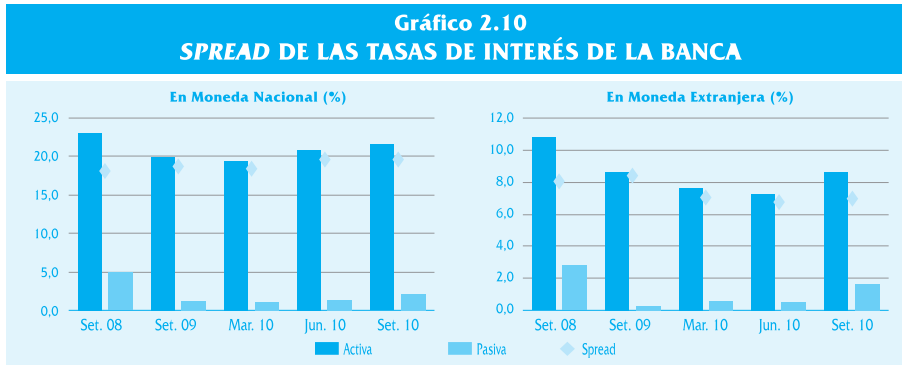
35. La liquidez de la banca se mantuvo en niveles adecuados, llegando a cubrir de manera holgada sus obligaciones de corto plazo. El incremento de la captación de depósitos como el aumento de los adeudados con el exterior explican el incremento de la liquidez en ambas monedas. Estos fondos se destinaron principalmente a la adquisición de títulos emitidos por el BCRP y al incremento de la cuenta corriente de la banca en el BCRP, para cubrir el mayor requerimiento de encaje que se estableció para complementar el retiro del estímulo monetario.



Fuente: SBS.

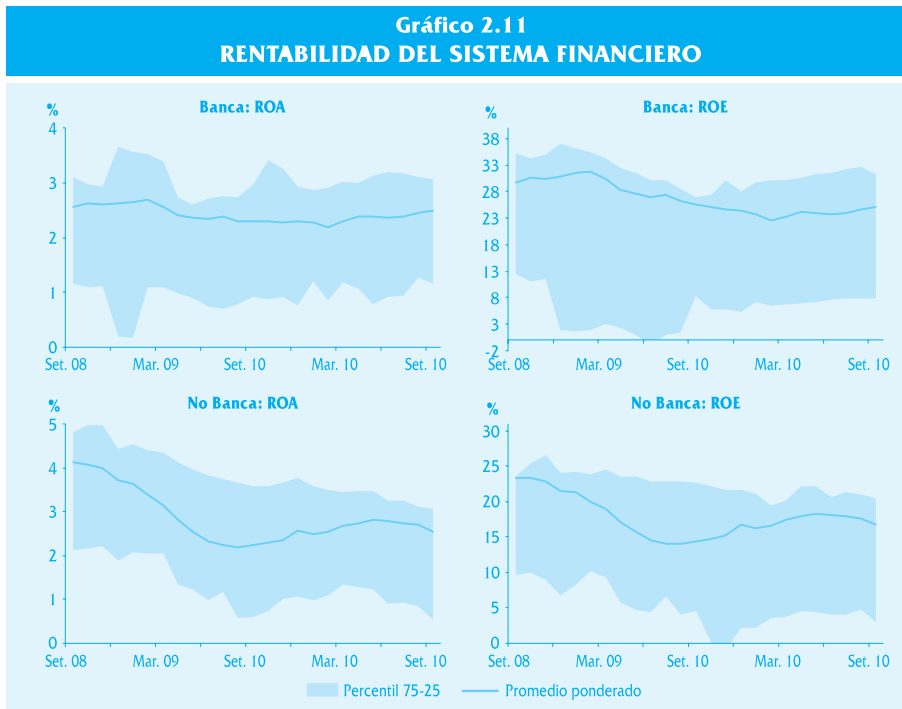
²⁴ En setiembre de 2010, los adeudados con el exterior de largo plazo representan el 68,6% del total de adeudados con el exterior de la banca; mientras que, durante el período 1998 – 2000, este indicador fue, en promedio, de 19,5%.

36. Las tasas de interés de la banca vienen alineándose al retiro gradual de la política expansiva del BCRP. Como se observa en el Gráfico 2.10, las tasas activas en moneda nacional se incrementaron levemente en los últimos seis meses, y en menor medida las tasas pasivas, lo cual hizo que el *spread* de tasas en moneda nacional se incremente. Por otro lado, las tasas activas y pasivas en moneda extranjera se incrementaron, y el *spread* se mantuvo estable.



Fuente: BCRP.

37. Los principales indicadores de rentabilidad del sistema financiero registraron niveles estables, aunque diferenciados a nivel de entidades. En el caso de la banca, los indicadores mostraron una tendencia creciente en los últimos seis meses, mientras que en el caso de las entidades no bancarias, se observa una estabilidad en sus principales indicadores.

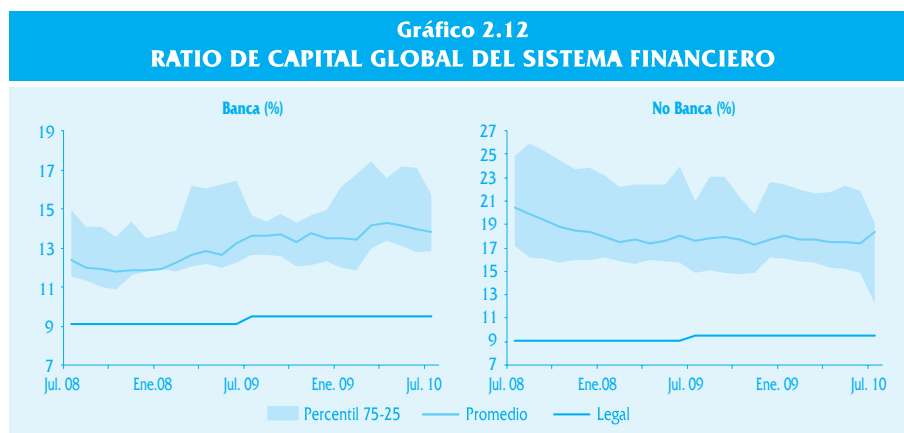


Fuente: Balances de Comprobación.

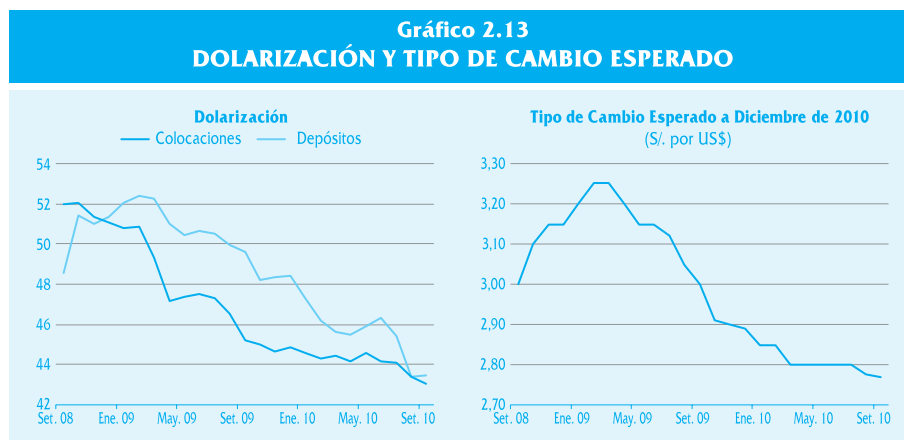




38. La solvencia del sistema financiero mostró niveles adecuados, tanto en la banca como en las entidades no bancarias. Como se observa, todas las entidades financieras registraron ratios de capital global²⁵ muy por encima del nivel mínimo regulatorio; y, una gran proporción de bancos y de entidades no bancarias registraron niveles de este ratio por encima del nivel promedio de su grupo respectivo.

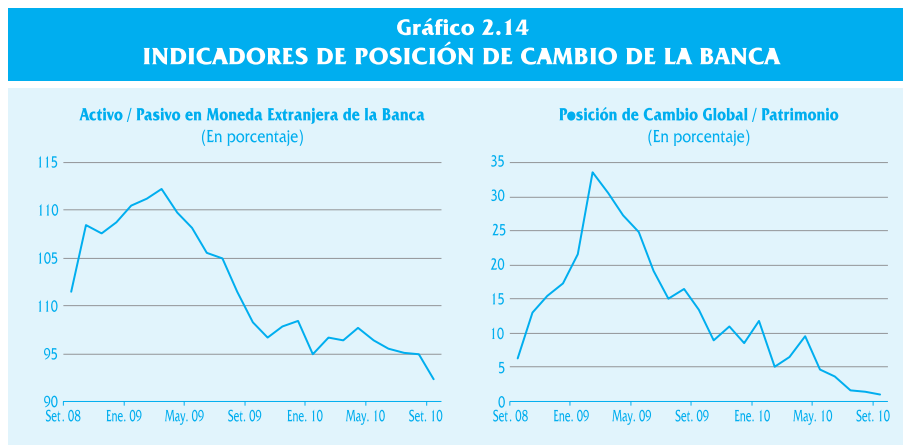


39. La dolarización de las colocaciones y de los depósitos mantuvo su tendencia decreciente desde fines de 2008. Lo anterior está acorde con la evolución de las expectativas de tipo de cambio, lo cual ha fomentado que los agentes económicos aumenten su preferencia por la moneda nacional.



25 Medido por el ratio de patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.

40. La razón activos / pasivos en moneda extranjera registró una tendencia decreciente desde abril de 2009, en un contexto de expectativas de tipo de cambio a la baja. Ello se reflejó en la reducción de la posición de cambio global de la banca, para minimizar el efecto de una posible apreciación de la moneda local.



Fuente: BCRP.

La evolución de la posición de cambio está asociada a las operaciones en el mercado *forward* de moneda extranjera, lo cual conlleva un riesgo que se analiza en el Recuadro 13.

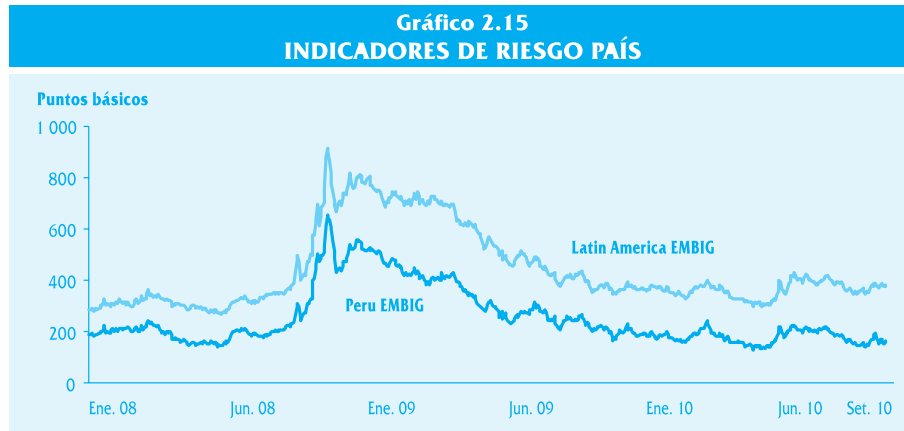
II.3 Mercado de Capitales

El mercado de capitales presenta condiciones muy favorables para la emisión de valores y la incorporación de nuevas empresas emisoras. Existe una importante demanda potencial de los inversionistas institucionales por activos financieros locales por lo que el costo de obtener financiamiento en el mercado de capitales es atractivo para las empresas.

II.3.1 Mercado de Deuda Pública

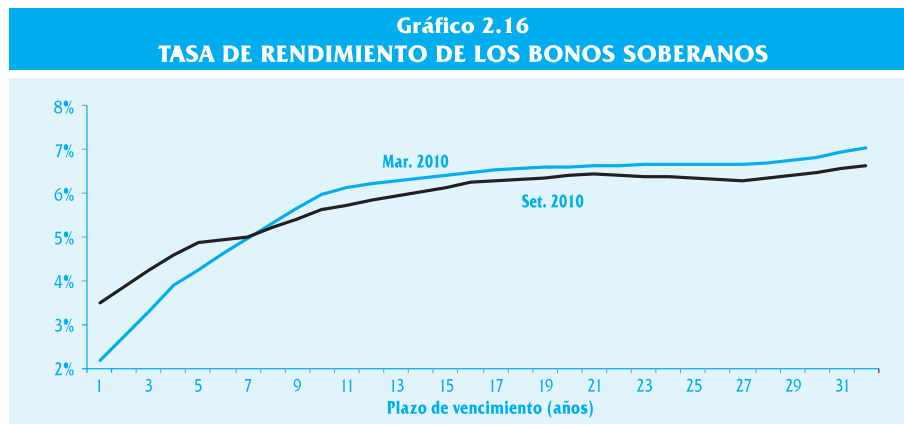
41. El riesgo país de Perú presentó un comportamiento ligeramente volátil en los últimos seis meses, fluctuando entre los 130 y 220 puntos básicos en función de las perspectivas cambiantes del mercado sobre la velocidad de recuperación de la economía global y la sostenibilidad fiscal en algunos países de la Eurozona. No obstante, el nivel actual del riesgo país es significativamente inferior al registrado en el período más álgido de la crisis financiera internacional cuando superó los 600 puntos básicos.





42. Entre marzo y setiembre de 2010, las tasas de rendimiento de los bonos soberanos aumentaron para plazos inferiores a ocho años y disminuyeron para plazos superiores. El incremento de las tasas en el tramo corto y medio de la curva de rendimiento guarda relación con el alza de las tasas de interés de referencia del BCRP.²⁶

Por su parte, la evolución a la baja de las tasas de interés de largo plazo refleja la confianza de los inversionistas en los fundamentos macroeconómicos y la capacidad de pago del país, las expectativas de inflación de largo plazo ancladas en torno a la meta del BCRP y las perspectivas favorables sobre los fundamentos de la moneda local.



²⁶ Entre mayo y setiembre de 2010, el BCRP elevó su tasa de interés de referencia de 1,25% a 3,0% como una medida de carácter preventivo frente a un contexto de fuerte dinamismo de la demanda interna, situación que aconseja retirar el estímulo monetario.

43. Los no residentes fueron los principales compradores de bonos soberanos. En el último semestre, las tenencias de los no residentes subieron de S/. 3 594 millones (17% del total) a S/. 7 534 millones (32% del total). En este período, se produjo una significativa entrada de capitales del exterior con la finalidad de adquirir activos en moneda nacional para especular con una apreciación del nuevo sol y beneficiarse de las mayores tasas de interés locales respecto a las internacionales (operaciones de *carry trade*)²⁷ Así, los inversionistas no residentes concentran el 76% de los bonos soberanos con un plazo de vencimiento inferior a los dos años y el 39% de los bonos soberanos de mediano plazo (con un vencimiento entre dos y seis años) a setiembre de 2010.

**CUADRO 2.9
TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS**

	Set.09		Mar.10		Set.10	
	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.
AFPs	10 681	52%	11 394	53%	11 498	48%
No Residentes	4 221	21%	3 594	17%	7 534	32%
Bancos	3 172	15%	3 798	18%	2 601	11%
Seguros	946	5%	982	5%	969	4%
Otros 1/	1 549	8%	1 726	8%	1 262	5%
Total	20 569	100%	21 495	100%	23 865	100%

1/ Fondos privados, fondos públicos y personas naturales.
Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

44. En los últimos años, se observa avances en la creación de una curva de rendimiento a plazos tan amplios como 32 años en nuevos soles nominales y 36 años en nuevos soles VAC²⁸ que sirve de referencia al sector privado.²⁹

La existencia de una curva de rendimiento a plazos tan amplios contribuye a generar condiciones de financiamiento de muy largo plazo, en particular para el segmento de créditos hipotecarios y para los proyectos de concesión de infraestructura pública, desarrollo de recursos naturales o de servicios públicos. La promoción de créditos hipotecarios de más largo plazo en soles y a tasa fija contribuye a disminuir la dolarización financiera y la vulnerabilidad de la economía. La existencia de un mercado de deuda de largo plazo en moneda nacional evita que agentes económicos que perciben ingresos en soles realicen un endeudamiento de largo plazo en dólares.

27 *Carry trade* es la estrategia financiera en la que un prestatario recibe un préstamo en una moneda con tasa de interés baja y adquiere activos financieros en otra moneda correspondiente a un país que tenga una tasa de interés alta.

28 Valor de Actualización Constante, índice que varía en función al Índice de Precios al Consumidor del mes anterior.

29 Para que la curva de rendimiento de bonos soberanos sea una mejor referencia para las emisiones de deuda del sector privado, es necesario que se dispongan de más puntos de referencias para plazos inferiores a los siete años. Actualmente, las únicas referencias relevantes para este tramo de la curva en soles nominales son los bonos que vencen en Agosto 2011, Mayo 2015 y Agosto 2017.





45. No obstante, se requiere profundizar los avances respecto al tamaño y a la liquidez del mercado secundario.³⁰ El incremento de la participación de la deuda interna respecto al total de la deuda pública contribuiría al desarrollo del mercado secundario de bonos.³¹

La existencia de una masa crítica permitiría a los inversionistas institucionales negociar activamente estos instrumentos en el mercado secundario, con lo cual se mejoraría el nivel de liquidez del mercado. Se requiere una revisión del reglamento del Programa de Creadores de Mercado. En el Recuadro 6, se presentan las mejores prácticas internacionales en la implementación y el funcionamiento de los Programas de Creadores de Mercado.

RECUADRO 6 PRÁCTICAS INTERNACIONALES EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

En 2001, el FMI realizó una encuesta a 39 países, con el fin de recoger sus experiencias acerca de la implementación del Programa de Creadores de Mercado (en adelante, el Programa) como medida para incrementar la eficiencia en la gestión de la deuda pública.

El objetivo de la encuesta era determinar bajo qué circunstancias la aplicación del Programa resulta beneficiosa para el desarrollo del mercado de deuda pública. Si bien, no es posible encontrar una única respuesta, las experiencias particulares de cada país pueden ofrecer una guía que reúne las mejores prácticas para la aplicación del Programa.

A continuación se presenta las principales conclusiones encontradas a partir de los resultados de la encuesta:³²

- a) El objetivo principal de los creadores de mercado es el de ser proveedores inmediatos de liquidez en los mercados primarios y secundarios de deuda pública. Los creadores de mercado utilizan recursos propios para adquirir títulos de deuda pública en caso de una escasez temporal de liquidez en el mercado.
- b) El beneficio más relevante del programa es el impulso del desarrollo y la liquidez del mercado secundario de deuda pública a través de la cotización de precios de compra y venta por parte de los creadores de mercado para los distintos bonos públicos. Adicionalmente, el desarrollo del mercado de deuda pública beneficia el mercado de deuda privada ya que se crean referencias para las emisiones del sector privado.

30 En la actualidad, los bonos soberanos representan aproximadamente 6% del PBI, nivel que se ha mantenido relativamente estable en los últimos tres años.

31 Actualmente los bonos soberanos representan aproximadamente la cuarta parte de la deuda pública total.

32 *Primary dealers in government securities*, Marco Arnone y Piero Ugolini, Fondo Monetario Internacional, 2004.

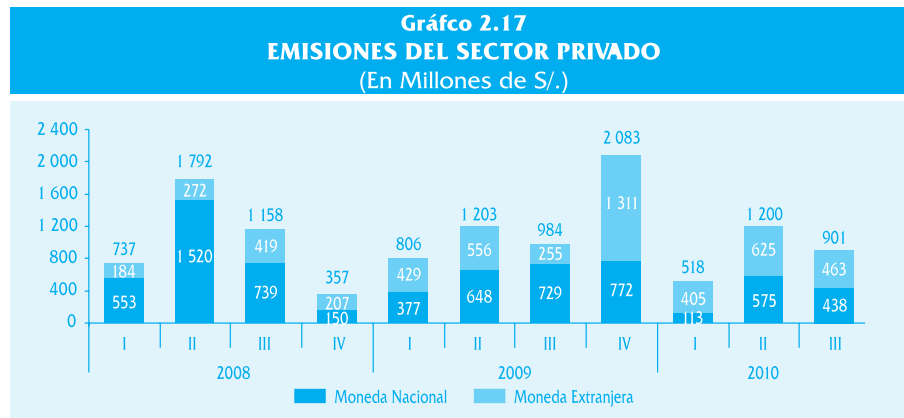
- c) La principal desventaja implica la posibilidad de reducir la competitividad en el mercado de deuda pública al darle la exclusividad de participación en las subastas solamente a un grupo seleccionado de agentes. Por lo tanto, se debe procurar tener una visión adecuada del tamaño del mercado de la deuda pública antes de aplicar el Programa.
- d) El Programa es considerado como una manera eficiente de construir un mercado de deuda pública en los países emergentes. El establecimiento de un programa de este tipo y la selección de un grupo de intermediarios financieros calificados pueden ser percibidos como un compromiso del gobierno con un manejo adecuado de su deuda pública, lo cual incrementa la confianza de los inversionistas por estos títulos. Por ello, la mayoría de los países encuestados considera conveniente implementar un programa de creadores en una fase inicial del desarrollo del mercado de deuda pública.
- e) Los prerrequisitos más importantes para la aplicación del Programa incluyen el establecimiento de una estrategia para la emisión de títulos de deuda pública conocida por el mercado; el diseño de una variedad de instrumentos de deuda para distintos vencimientos que permita diversificar la cartera de los inversionistas; y, que la cantidad de deuda pública sea tal que permita la existencia de un mercado competitivo.
- f) La principal obligación de los creadores de mercado es tener una participación activa en la adjudicación de la deuda soberana por medio de las subastas y encargarse de su distribución en el mercado secundario. Estos agentes pueden tener obligaciones adicionales como mantener una constante cotización de la deuda gubernamental, la colaboración con el banco central en las operaciones de mercado abierto, el desarrollo de un mercado *retail* de deuda pública, entre otras tareas.

El privilegio por excelencia para los creadores de mercado es la exclusividad de participación en las subastas de deuda pública. Sin embargo, también se pueden acceder a otros privilegios como el cobro de comisiones por la labor de adjudicación en las subastas, el acceso a una mayor gama de operaciones en el mercado secundario, como la posibilidad de operar con instrumentos derivados; y, la capacidad de segregar deuda (creación de *strips*).

II.3.2 Mercado de Deuda Privada

46. El mercado de deuda emitida por el sector privado ha mantenido en los últimos trimestres el dinamismo registrado en los últimos años. El mercado presenta condiciones favorables para que las empresas obtengan financiamiento para capital de trabajo y para la expansión de sus operaciones, a un costo atractivo, dado el rendimiento de la deuda soberana y la amplia liquidez que disponen los inversionistas institucionales.





Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

47. En los últimos seis meses, el mercado de deuda privada incrementó su oferta a través del ingreso de seis nuevos emisores y por los importantes montos emitidos por las empresas Transportadora de Gas y Pluspetrol Lote 56.

Transportadora de Gas colocó bonos corporativos por un total de US\$ 150 millones a 15 años para financiar la expansión del sistema de transporte de gas natural para abastecer el mercado local a partir del año 2012. Por su parte, Pluspetrol Lote 56 colocó US\$ 27,5 millones a 5 años y US\$ 97 millones a 10 años para reembolsar los costos del proyecto de extracción de gas natural y líquidos de gas natural del Lote 56 del proyecto Camisea. Además, los recursos servirán para financiar inversiones en nuevos pozos exploratorios con el fin de incrementar el nivel de reservas certificadas. Estos bonos tienen como garantía un fideicomiso de los flujos de ingresos por las ventas de los hidrocarburos extraídos del Lote 56.

HSBC Bank Perú, Rash Perú,³³ Inmuebles Comerciales, Pluspetrol Lote 56 y la Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Arequipa ingresaron como nuevos emisores al mercado de capitales a través de las colocaciones de bonos de arrendamiento financiero, papeles comerciales, bonos corporativos y certificados de depósitos negociables.

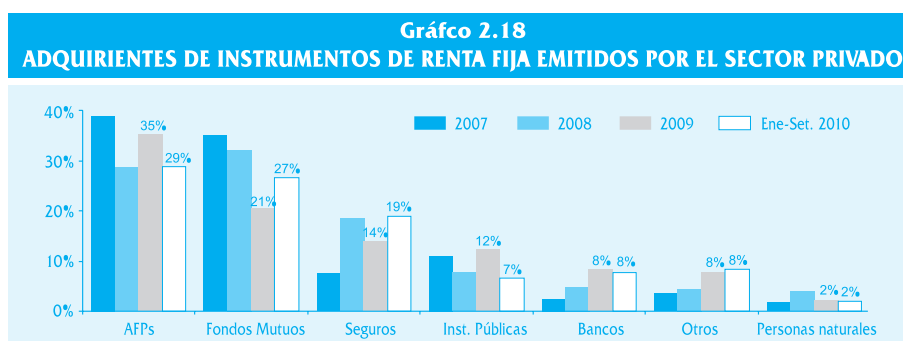
48. Las entidades del sistema financiero recurrieron al mercado de capitales como una fuente de fondeo de largo y corto plazo para sus colocaciones crediticias.

En el segundo y tercer trimestre de 2010, las entidades han colocado bonos corporativos (Scotiabank y Banco Continental) por un total de S/. 280 millones

33 Rash Perú es la representante de la cadena de artículos electrónicos Radio Shack.

a plazos de 7 y 10 años, bonos de arrendamiento financiero³⁴ (HSBC Bank Perú, América Financiera, BIF y Leasing Total) por S/. 40 millones y US\$ 35 millones a plazos de 3 años y certificados de depósitos negociables (Banco Falabella, Banco Ripley, Mibanco y Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Arequipa) por S/. 175 millones a un plazo de 364 días.³⁵

49. Entre enero y setiembre de 2010, las AFP fueron los principales adquirientes de valores de renta fija colocados por ofertas públicas primarias (29% del total). Se observó también una importante participación de los fondos mutuos, compañías de seguros y bancos que adquirieron el 27%, 19% y 8% del total de emisiones, respectivamente.



Fuente: Conasev.

II.3.3 Mercado de Renta Variable

50. El Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) aumentó en 26,1% en los tres primeros trimestres de 2010. El avance se dio por las expectativas de los resultados financieros de las empresas ligadas a la demanda interna, por el alza de los metales preciosos, por el buen desempeño de los metales industriales (en especial del cobre y del estaño) y por la expectativa de que la integración de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) con sus similares de Chile y Colombia implique una mayor demanda de acciones peruanas por parte de los inversionistas e intermediarios bursátiles.

34 Los bonos de arrendamiento financiero son títulos-valores emitidos por las empresas autorizadas a realizar operaciones de arrendamiento financiero (*leasing*), cuyo objetivo es financiar las operaciones de esa índole.

35 Además, las entidades bancarias aprovecharon la confianza de los inversionistas en la solidez del sistema financiero peruano para emitir deuda en el mercado internacional. Interbank colocó bonos subordinados *junior* a 60 años por US\$ 200 millones a 8,5% en abril de 2010 y *senior notes* a 10 años por US\$ 400 millones a 5,75% en setiembre de 2010 (los *senior notes* se caracterizan por su prioridad de pago ante una eventualidad adversa). A su vez, el Banco Continental emitió bonos *Tier 1* a 30 años por US\$ 200 millones a 7,375% en setiembre de 2010 (instrumentos elegibles para incrementar el patrimonio básico o de nivel 1).





**CUADRO 2.10
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES**

Región	Índice	Dic.08	Dic.09	Sep.10	Var. %		
					2008	2009	2010 1/
América							
EE.UU	Dow Jones	8 776	10 428	10 788	-34	19	3,5
EE.UU	Nasdaq Comp	1 577	2 269	2 369	-41	44	4,4
Brasil	Bovespa	37 550	68 588	69 430	-41	83	1,2
Chile	IGPA	11 324	16 631	22 356	-20	47	34,4
Colombia	IGBC	7 561	11 602	14 711	-29	53	26,8
Perú	IGBVL	7 049	14 167	17 867	-60	101	26,1
Perú	ISBVL	11 691	22 434	26 056	-60	92	16,1
Europa							
Alemania	DAX	4 810	5 957	6 229	-40	24	4,6
Reino Unido	FTSE 100	4 434	5 413	5 549	-31	22	2,5
Asia							
Japón	Nikkei 225	8 860	10 546	9 369	-42	19	-11,2
Corea	Seul Composite	1 124	1 683	1 873	-41	50	11,3
China	Shanghai Composite	1 821	3 277	2 656	-65	80	-19,0

1/ Al 30 de septiembre.

Fuente: Reuters y Bloomberg.

51. Las acciones ligadas al mercado interno como las pertenecientes a los sectores construcción, consumo, generación y distribución eléctrica, y los ADR³⁶ de empresas financieras (Credicorp e IFS) lideraron el alza del mercado bursátil.

Así, las acciones de estas empresas empiezan a incorporar en sus precios las mayores ventas y flujos de cajas esperados dadas las perspectivas de crecimiento sectoriales para los próximos años y los planes de expansión anunciados por las empresas.

**CUADRO 2.11
DESEMPEÑO DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA SEGÚN SECTORES
(En porcentaje)**

Índice Sectorial	Rendimiento			Riesgo 2/		Principales Empresas 3/
	2008	2009	2010 1/	2008-09	2010 1/	
Agrarias	-65	111	28	46	29	Casagrande, Pomalca, Tumán, Cartavio
Bancos	-26	120	10	26	16	Banco Continental, Scotiabank, Banco de Crédito
Diversas	-39	47	59	26	19	Credicorp, IFS, Graña y Montero, Ferreyros
Industriales	-55	32	28	37	21	Maple, Austral, Relapasa, SiderPerú, Alicorp
Mineras	-64	151	18	46	20	Volcan, BVN, PCU, La Cima, Cerro Verde, Minsur
Servicios Públicos	-22	26	24	18	14	Luz del Sur, Edegel, Telefónica del Perú, TEF

1/ Al 30 de septiembre.

2/ El riesgo corresponde a la volatilidad, medida como la desviación estándar de los rendimientos diarios para el periodo especificado y expresada en términos anuales.

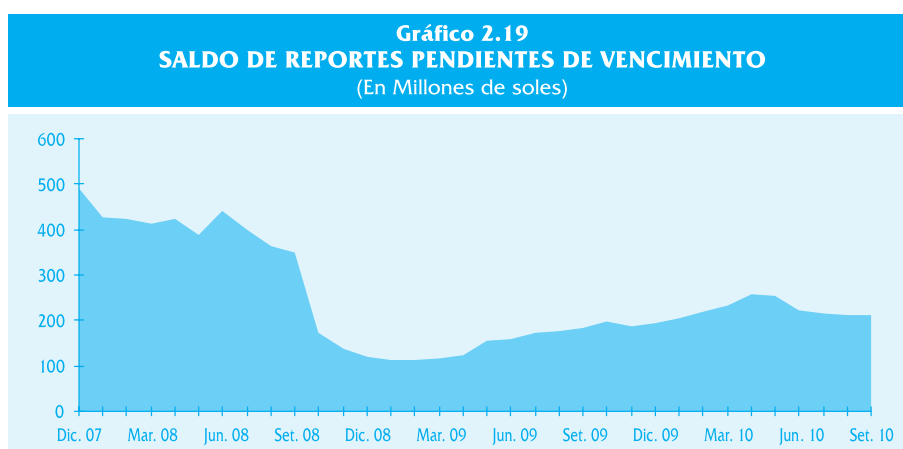
3/ Las empresas se encuentran ordenadas según su ponderación en los índices sectoriales.

Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

52. El nivel de apalancamiento de los inversionistas a través de operaciones de reporte retrocedió ligeramente a partir de mayo de 2010 y no constituye un factor

36 Se denomina ADR – *American Depositary Receipt* a los instrumentos representativos de capital de una corporación extranjera que puede comprarse y venderse en el mercado de valores de los Estados Unidos.

de riesgo en el mercado bursátil. El saldo de reportes pendientes de vencimiento fue de S/. 210 millones a setiembre de 2010, cifra inferior a la registrada a finales de abril de 2010 (S/. 258 millones) y equivalente a menos de la mitad del saldo existente en el primer semestre de 2008 previo a la agudización de la crisis financiera internacional.



Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

II.3.4 Inversionistas Institucionales

53. El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales alcanzó los S/. 110 mil millones a setiembre de 2010. En los últimos seis meses, este portafolio creció principalmente por los mayores aportes a los fondos de pensiones y la revalorización de las inversiones en instrumentos de renta variable.

CUADRO 2.12
PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES
(En millones de soles)

	Set.09	Mar.10	Set.10	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(3) - (1)	(3) - (2)	Mar.10	Set.10
AFP	66 937	71 294	80 395	13 458	9 101	71%	73%
Fondos Mutuos	11 796	14 807	14 617	2 821	-190	15%	13%
Compañías de Seguros	11 731	12 647	14 319	2 587	1 672	13%	13%
Fondos de Inversión 1/	1 097	1 052	1 007	-90	-45	1%	1%
Total	91 561	99 800	110 337	18 776	10 537	100%	100%

1/ Última información disponible a junio de 2010.
Fuente: Conasev y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

54. La cartera administrada por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) ascendió a un máximo de S/. 80 395 millones a setiembre de 2010. Esta cartera se descompone principalmente en títulos de renta variable





(S/. 23 464 millones ó 29% del total), inversiones en el exterior (S/. 20 919 millones ó 26% del total), bonos del gobierno (S/. 13 574 millones ó 17% del total) y títulos de renta fija emitido por el sector privado (S/. 11 139 millones ó 14% del total).

CUADRO 2.13
COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO
(En millones de soles)

	Set.09	Mar.10	Set.10	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(3) - (1)	(3) - (2)	Mar.10	Set.10
Bonos del gobierno	13 214	13 168	13 574	360	406	18%	17%
Certificados de Depósitos del BCR	18	304	1 787	1 768	1 483	0%	2%
Depósitos en el sistema financiero	1 715	3 699	4 296	2 581	597	5%	5%
Renta fija sector privado	12 695	12 006	11 139	-1 556	-867	17%	14%
Títulos de renta variable	22 218	21 638	23 464	1 246	1 825	30%	29%
Sociedades Tituladoras	2 565	2 631	2 717	152	86	4%	3%
Fondos de inversión	1 895	2 301	2 396	501	95	3%	3%
Operaciones en tránsito	135	565	104	-31	-461	1%	0%
Inversiones en el exterior	12 481	14 981	20 919	8 438	5 938	21%	26%
Total	66 937	71 294	80 395	13 458	9 101	100%	100%

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

55. La importancia de las tenencias de los instrumentos de deuda emitidos por el sector privado sobre el total del portafolio administrado ha venido decreciendo en los últimos meses. El ritmo actual de emisiones de deuda del sector privado es insuficiente para cubrir la demanda creciente de los fondos de pensiones. Incluso, se observa una reducción del monto nominal en instrumentos de deuda en poder de las AFP de S/. 12 695 millones en setiembre de 2009 a S/. 11 139 millones en setiembre de 2010. Esta reducción se explica porque las amortizaciones de los bonos e instrumentos de corto plazo en poder de las AFP han sido superiores a las nuevas compras efectuadas.

56. La limitada disponibilidad de oportunidades de las AFP para invertir en el mercado de capitales local se refleja en el alto saldo de depósitos en el sistema financiero que alcanzó los S/. 4 296 millones a setiembre de 2010. Los depósitos a plazo de las AFP en el sistema financiero nacional son a muy corto plazo (por lo general a plazos menores a 30 días tanto en nuevos soles como en dólares).

57. Las inversiones en el exterior de las AFP han venido aumentando sostenidamente en los últimos meses, alcanzando los S/. 20 919 millones a setiembre de 2010. Estas inversiones se concentran principalmente en: títulos de renta variable (S/. 9 133 millones), cuotas de participación en fondos mutuos (S/. 4 785 millones), bonos emitidos por empresas (S/. 4 024 millones) y títulos de deuda de gobiernos extranjeros (S/. 1 822 millones).

El aumento de las inversiones en el exterior se explica en parte por el incremento del límite operativo realizado por el BCRP.³⁷ Así, en setiembre de 2010, dicho límite se elevó a 30% del valor del fondo de pensiones (Circular No. 030-2010-BCRP)³⁸ con lo cual el límite operativo alcanzó su máximo nivel al igualarse al límite legal.³⁹

RECUADRO 7 LÍMITE DE INVERSIÓN EN EL EXTERIOR DE LA CARTERA ADMINISTRADA POR LAS AFP

En los últimos años, el BCRP ha incrementado progresivamente el límite operativo de inversión en el exterior de la cartera administrada por las AFP de 10,5% del Fondo de Pensiones (FP) en octubre de 2006 a 30% en setiembre de 2010. En ese periodo, las inversiones en el exterior de los FP aumentaron de 7,7% a 26,0% de la cartera administrada.

Si bien el crecimiento de los FP ha tenido un impacto positivo en el desarrollo del mercado doméstico de capitales, dicho crecimiento ha venido superando al de las emisiones locales de valores. A modo de ejemplo, el aporte mensual promedio de los cotizantes en la primera mitad de 2010 ascendió a S/. 412 millones, mientras que el promedio mensual de emisiones de títulos de renta fija en ese mismo periodo alcanzó solo S/. 360 millones. Las AFP no pueden adquirir toda la oferta de estos títulos, ya que enfrentan límites por emisor y además tienen que competir con otros inversionistas (tanto institucionales como minoristas) por dichos títulos.

Este exceso de demanda por títulos locales genera una alta concentración de las inversiones de las AFP en pocos emisores e instrumentos financieros y una presión al alza de los precios de dichos activos.

El mecanismo para reducir la concentración de una cartera de inversiones es la diversificación, que consiste en adquirir diferentes activos que permitan minimizar el riesgo total de la cartera de inversión dado un nivel determinado de rentabilidad (o maximizar la rentabilidad dado un nivel de riesgo). Los criterios para lograr una reducción del riesgo mediante la diversificación consideran principalmente la asignación de fondos entre distintos emisores, sectores económicos, plazos, monedas y ubicación geográfica, con la condición fundamental de que los rendimientos de los instrumentos guarden una baja correlación entre sí.

37 De conformidad con lo dispuesto en el artículo 25°-D del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones aprobado por Decreto Supremo N° 054-97-EF.

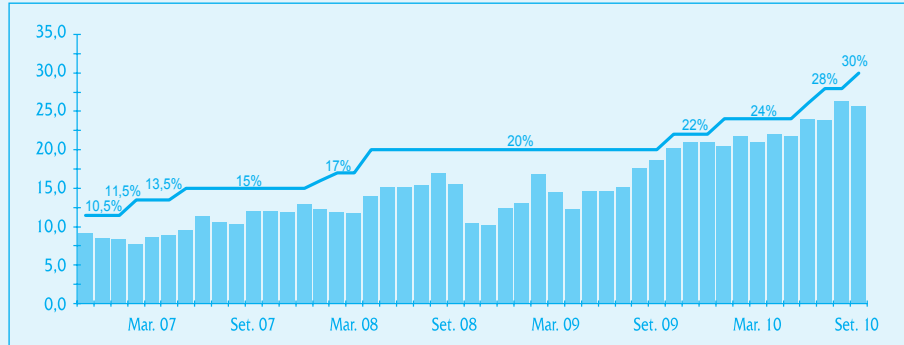
38 Previamente, el límite se había elevado a 26% en junio (Circular No. 015-2010-BCRP) y a 28% en julio (Circular No. 019-2010-BCRP).

39 Mediante el Decreto Legislativo N° 1008, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 6 de mayo de 2008, se elevó el límite legal de las inversiones en el exterior de 20% a 30% del valor total del fondo de pensiones, manteniendo el Banco Central la facultad de establecer un límite máximo operativo.





LÍMITE DE INVERSIONES EN EL EXTERIOR
(% del fondo de pensiones)



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

La posibilidad de diversificación que ofrece un mercado guarda relación directa con el número de instrumentos y de emisores existentes en él. Una vez que esas posibilidades se encuentran en el límite, es decir que el riesgo de la cartera se acerca al riesgo sistemático del mercado, la única alternativa de diversificación es acceder a nuevos mercados.

INVERSIÓN DE LAS AFP Y SU IMPORTANCIA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS
(En porcentaje)

	Al 30 de setiembre de 2010	
	Respecto al Mercado 1/	En el portafolio de las AFP 2/
Renta Fija Privada	55	14
- Sector Financiero	76	5
- Sector Corporativo	42	8
Renta Fija Pública	21	19
- Bonos Brady	0,0	0,0
- Bonos Globales	0,1	0,0
- Bonos Soberanos	59	17
- Banco Central	6	2
Depósitos Bancos y Financieras	4	5
Acciones 3/	13	29
Fondos mutuos y de Inversión	n.d.	3
Sociedades Titulizadoras	n.d.	3
Inversiones Exterior	No relevante	26

1/ Respecto al saldo del valor nominal.

2/ Incluyendo operaciones en tránsito.

3/ Respecto a la capitalización bursátil de las empresas que conforman el ISBVL.

n.d. = no disponible. Fuente: SBS, Conasev, BVL, BCRP.

En ese sentido, se considera importante que los fondos administrados por las AFP mantengan la posibilidad de realizar mayores inversiones en mercados financieros del exterior. Aparte de una mayor diversificación de los riesgos de la cartera, ello permite una mayor diferenciación entre los tres tipos de FP y entre las cuatro AFP y con ello, una mayor competencia que redunda en beneficio del afiliado.

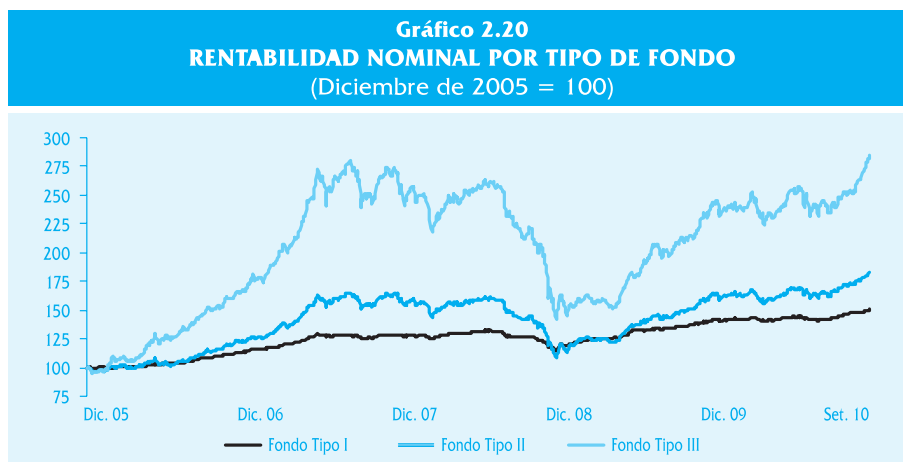
Las graduales ampliaciones del límite de inversión en el exterior han permitido atenuar el problema de concentración de cartera y han otorgado a las AFP una mayor flexibilidad para responder a las situaciones cambiantes del mercado local y del extranjero, asignar eficientemente los FP y reducir la exposición al riesgo sistemático doméstico.

Respecto a la concentración por emisor se observó, a agosto de 2010, que los diez principales emisores de valores explican el 48,3% del total de las inversiones de las AFP. En esta lista, el principal emisor fue el Gobierno Central (18,5% del total de la cartera) e incluyó a cuatro emisores extranjeros. A diciembre de 2006, la concentración de los diez principales emisores alcanzó el 55,8% del total de la cartera y dentro de estos emisores no se encontró ningún emisor extranjero.

El incremento del mencionado límite de inversión y la consecuente salida de divisas no ha generado un deterioro de la cotización de nuestra moneda, la que más bien ha mostrado una tendencia apreciativa.

A pesar de los incrementos en el límite de inversiones en el exterior, todavía se observa un grado elevado de concentración tanto en títulos y emisores, por lo que es necesario seguir ampliando dicho límite con el objetivo de alcanzar un manejo más eficiente de la cartera de inversiones de las AFP.

58. Los tres tipos de fondo han recuperado el íntegro de sus pérdidas ocasionadas por la crisis financiera internacional y se ubican en sus máximos históricos a setiembre de 2010. El fondo Tipo 2 sigue representando la mayor proporción del portafolio total con una participación superior al 70% en parte por la inercia o la falta de información de la mayoría de los afiliados sobre las características del sistema de multifondos.



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.





CUADRO 2.14
CARTERA ADMINISTRADA DE LAS AFP POR TIPO DE FONDO
(En millones de soles)

Fondo de Pensiones	Set.09	Mar.10	Set.10	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(3) - (1)	(3) - (2)	Mar.10	Set.09
Tipo 1	5 774	6 094	6 778	1 004	684	9%	8%
Tipo 2	48 452	50 928	56 711	13 088	5 784	71%	71%
Tipo 3	12 712	14 272	16 906	4 733	2 634	20%	21%
Total	66 937	71 294	80 395	19 407	2 006	100%	100%

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

59. Desde el inicio de operación del esquema de multifondos en diciembre de 2005, la rentabilidad promedio anual por tipo de fondo se sitúa en 24% para el fondo Tipo 3, 13% para el fondo Tipo 2 y 9% para el fondo Tipo 1. Es decir, los fondos con un mayor componente de sus inversiones en renta variable registran una mayor rentabilidad acumulada pero asociado a un mayor riesgo (volatilidad).⁴⁰

CUADRO 2.15
RENTABILIDAD NOMINAL POR TIPO DE FONDO

	2008	2009	3T 2010	Prom. 1/	Acum. 2/	Riesgo 3/
Fondo Tipo 1	-4%	15%	6%	9%	50%	3%
Fondo Tipo 2	-20%	30%	12%	13%	83%	10%
Fondo Tipo 3	-35%	48%	19%	24%	184%	16%

1/ Rentabilidad promedio anual desde el inicio de los multifondos (diciembre 2005).

2/ Rentabilidad acumulada desde el inicio de los multifondos (diciembre 2005).

3/ El riesgo corresponde a la volatilidad, medida como la desviación estándar de los rendimientos diarios expresada en términos anuales (período dic 2005 - set 2010).

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Sin embargo, es de esperarse que la rentabilidad futura en los próximos años para los tres tipos de fondo sea menor a su promedio histórico dadas las limitaciones que enfrentan las AFP para colocar los nuevos aportes en activos financieros rentables. La gama de posibilidades de inversión se ve limitada porque no se ha autorizado nuevos instrumentos de renta variable en los cuales invertir y porque las inversiones en el exterior se encuentran ya cerca al límite legal.

Además, una parte importante de las principales inversiones del portafolio ofrecen retornos muy por debajo a la rentabilidad promedio histórico. Así, por ejemplo, el retorno actual de los bonos soberanos de mayor plazo (32 años) se ubica alrededor de 6,5% cifra muy inferior a las rentabilidades históricas observadas.

40 El Fondo Tipo 1 tiene un límite máximo de inversión de 10% en renta variable por lo que es adecuado para los afiliados que requieren de una mayor seguridad respecto al monto de su capital. El Fondo Tipo 2 con un límite de 45% en renta variable es un portafolio balanceado entre renta fija y variable con un nivel de riesgo moderado. El Fondo Tipo 3 puede invertir hasta un 80% en renta variable y está diseñado para los afiliados que están dispuestos a incrementar su exposición al mercado de renta variable local.

60. El portafolio de inversión de los fondos mutuos fue de S/. 14 617 millones a setiembre de 2010. Este nivel es inferior en S/. 190 millones al registrado en marzo de 2010 debido principalmente a la menor valorización en nuevos soles de los instrumentos de deuda y depósitos en dólares que forman parte del portafolio de los fondos mutuos producto de la apreciación del nuevo sol.

61. La rentabilidad promedio de los últimos doce meses alcanzó 5,9% en nuevos soles en setiembre de 2010; destacando el retorno de los fondos especializados en renta variable en nuevos soles y renta mixta en nuevos soles (18,1% y 13,2%; respectivamente). El fondo que registró una disminución en su rendimiento en nuevos soles fue el de corto plazo en dólares (-1,8%), producto de la apreciación de la moneda doméstica en el periodo de análisis (3,3%).

Dentro de la cartera de inversión de los fondos mutuos, destacan la reducción en activos de renta fija (S/. 1 144 millones) y en depósitos en el sistema financiero (S/. 264 millones). El alto nivel de los depósitos en el sistema financiero (52% del portafolio de inversión) enfatiza la amplia liquidez que disponen los administradores de los fondos mutuos para ser canalizada en otros instrumentos de inversión más rentables para sus partícipes.

CUADRO 2.16
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS
(En millones de soles)

	Set.09	Mar.10	Set.10	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(3) - (1)	(3) - (2)	Mar.09	Set.10
Composición de las inversiones:							
Depósitos	5 831	7 609	7 345	1 515	-264	51%	52%
CDBCRP	353	1 501	2 515	2 162	1 014	10%	18%
Renta fija	4 705	4 595	3 451	-1 254	-1 144	31%	24%
Renta variable	907	1 102	1 305	398	203	7%	9%
Total	11 796	14 807	14 617	2 821	-190	100%	100%
Grado de dolarización	62%	55%	47%	-15%	-8%		
Número de partícipes (en miles)	222	265	267	45	2		

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

El número de partícipes ascendió a 267 mil, cifra que se ha mantenido relativamente estable en los últimos meses. A pesar de la importante rentabilidad de la BVL desde marzo de 2009, no se observa un mayor interés de los agentes económicos en ingresar a los fondos mutuos mixtos y de renta variable.

62. El portafolio de inversión de las compañías de seguros continuó su tendencia creciente y alcanzó los S/. 14 319 millones a setiembre de 2010. Los recursos administrados por las compañías de seguros han aumentado por: i) el crecimiento





de los seguros de desgravamen, a raíz del dinamismo de los créditos hipotecarios y vehiculares; ii) el pago obligatorio de la prima de los seguros relacionados a las rentas de invalidez y sobrevivencia de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones; iii) la contratación de rentas vitalicias por parte de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones al momento de jubilarse; y, iv) el mayor interés de las empresas por contratar seguros que cubran sus riesgos generales.

Las inversiones de las compañías de seguros están conformadas en un 68% por instrumentos representativos de deuda, en un 15% por otras inversiones (incluye inmuebles, primas y otros), en un 9% por recursos en caja y depósitos a plazo y en un 8% por instrumentos representativos de capital.

63. Los seguros de vida representan el 78% de las inversiones totales (ramos de vida y generales) de las empresas de seguro. Estos seguros provienen de los contratados por las personas naturales y de los derivados del pago de las pensiones del Sistema Privado de Pensiones (rentas vitalicias, de invalidez y sobrevivencia).

En cuanto al pago de pensiones del Sistema Privado de Pensiones, se ha permitido recientemente que se puedan otorgar rentas vitalicias en dólares y nuevos soles ajustables a una tasa fija que no puede ser menor a 2% anual.⁴¹ De este modo, las empresas de seguros de vida no tendrán inconveniente en ofrecer rentas vitalicias en nuevos soles ajustables a tasa fija ya que estos pasivos estarán cubiertos automáticamente por los instrumentos de deuda en nuevos soles nominales que adquieran. Además, con ello se desalentará la mayor contratación de pensiones nominales en dólares, las que tienen como inconveniente la pérdida de poder adquisitivo del afiliado en un escenario de apreciación de la moneda local.

II.3.5 Factores por considerar en el desarrollo del mercado de capitales

64. La asimetría entre oferta y demanda de valores ha generado una concentración de las inversiones en un número reducido de emisores y puede generar presiones sobre los precios de los instrumentos financieros locales. El desarrollo sostenido de nuestra economía en un contexto de estabilidad financiera ha permitido un importante crecimiento de los mercados financieros. Sin embargo, este crecimiento no es suficiente para generar una oferta interna de instrumentos financieros que cubran la creciente demanda de los inversionistas institucionales, principalmente de las AFP.

65. Entre los aspectos que explican el lento crecimiento de la oferta de valores, se encuentra el hecho que las empresas nacionales presentan características

41 Decreto Supremo N° 104-2010-EF, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 17 de abril de 2010 que modifica el Reglamento del Texto Único Ordenado del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones.

organizacionales y culturales que dificultan su ingreso al mercado de capitales.

Entre ellas, destaca la estructura de propiedad familiar, en varias de ellas, que las hace cerradas y, por ello, sin necesidad de ser más transparente en su información de lo que le requiera su banco financiador.

66. Para facilitar la incorporación de nuevos emisores se requiere que las empresas realicen esfuerzos para mejorar la transparencia y la calidad de su información financiera. En particular, es relevante que las potenciales empresas emisoras conozcan y evalúen sus estándares de Gobierno Corporativo. Por ello, es recomendable que las empresas, a partir de cierto tamaño y aunque no tengan valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, hagan pública su información financiera a través de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores. De esta forma, estas empresas se harían conocidas por el mercado, de modo que los intermediarios puedan plantearles estructuraciones de deuda y les pueden facilitar la búsqueda de financiamiento de acuerdo a sus necesidades y proyectos.

67. Además, es necesaria la identificación y cuantificación de los costos de acceso al mercado de capitales y de los factores regulatorios que encarecen la emisión de valores. Las empresas deben ponderar que los beneficios de acceder al mercado de capitales como el menor costo de fondeo superan a los gastos asociados de realizar los procesos de mejora interna, preparar, estructurar y mantener una emisión.

Para tal fin, sería recomendable exigir solamente una calificación de riesgo a las emisiones de instrumentos de corto plazo, lo que disminuiría los costos de emisión e incentivaría el ingreso de nuevos emisores al mercado. La emisión de deuda de corto plazo es la forma más sencilla para que una empresa ingrese al mercado de capitales (posteriormente, emite bonos corporativos).

68. El mercado de capitales se puede constituir en una fuente de financiamiento de proyectos de inversión de infraestructura pública. Para ello, es necesario identificar los proyectos factibles de ser desarrollados por el sector privado a través de Asociaciones Público Privadas, y promover los procesos de concesión. El financiamiento se obtendría a través de la colocación de bonos en moneda nacional cuyo pago esté respaldado por los flujos de caja que genere el proyecto.⁴² Adicionalmente, estos flujos de caja deben estar garantizados por el Estado en el contrato de concesión, con lo que estos bonos alcanzarían las mejores calificaciones de riesgo.

La emisión de bonos para financiar infraestructura pública dinamizaría significativamente la oferta de valores en el mercado de capitales y serían muy

42 Por ejemplo, el cobro de peajes en el caso de construcción de infraestructura vial.





demandados por los inversionistas institucionales con un perfil de largo plazo y por los fondos de inversión. En este sentido, el gobierno ha promovido la conformación de un fondo en infraestructura por US\$ 460 millones con la participación de las AFP, COFIDE, la Corporación Andina de Fomento (CAF) y el *Brookfield Asset Management*. Adicionalmente, las AFP han comprometido US\$ 225 millones en un fondo de inversión en infraestructura administrado por el sector privado.

Se requiere agilizar los procesos de concesión y que estos sean respaldados por los gobiernos regionales y locales para que los recursos ya comprometidos sean efectivamente canalizados a proyectos concretos y así, mejorar la infraestructura pública y por ende, la competitividad y productividad del país.

69. Adicionalmente a la necesidad de incrementar el número de emisores en el mercado doméstico de capitales, se recomienda agilizar el proceso de inversiones de los principales inversionistas institucionales, como son las AFP. Ello se traduce en elevar el límite a las inversiones de las AFP en el exterior y modificar la regulación de la política de inversiones.

El incremento del límite de inversión en el exterior permitiría a las AFP diversificar sus portafolios de inversión y así evitar un exceso de demanda por activos financieros en el mercado local de capitales y mejorar la rentabilidad para los afiliados.

Con respecto a la modificación de la política de inversiones de las AFP, se considera que la actual normativa restringe las posibilidades de inversión de las AFP, lo que lleva a que los portafolios administrados presenten una creciente y elevada concentración por emisores y por instrumentos.

El requisito de que la SBS autorice previamente cada uno de los instrumentos financieros en los que invierten las AFP y los límites por emisión⁴³ no premia el gasto en investigación y desarrollo de las AFP. Además, se desincentiva a que una AFP descubra nuevas oportunidades de inversión, ya que el resto de AFP rápidamente pueden copiar o asumir una posición de inversión similar a la AFP que realizó el esfuerzo de investigación.

Las siguientes son algunas medidas que merecen ser consideradas para flexibilizar y perfeccionar la regulación de las inversiones de las AFP:

- Los requisitos que deben cumplir los instrumentos financieros para ser elegibles como inversiones deben ser establecidos sólo por criterios generales

43 Los límites por emisión están en función a un factor de riesgo para los valores con derecho crediticio, depósitos e instrumentos de deuda y en función a un factor de liquidez para las acciones. El límite por emisión para adquirir instrumentos de deuda con un plazo de vencimiento superior a 1 año es de 50% ponderado por el factor de riesgo (el cual es 1 cuando la calificación de riesgo es AAA, AA o A). Así, para una emisión con un plazo de vencimiento superior a 1 año se requiere de al menos de la presencia de dos AFP.

y no requerir adicionalmente una autorización específica de la SBS. La revisión por parte de la SBS de que los instrumentos financieros y las sociedades administradores de fondos cumplan con los requisitos establecidos debe ser ex - post y no ex - ante.

- Aumentar el límite por emisión de 50% a 75% para los instrumentos de deuda con un plazo de vencimiento mayor a un año; tal como es para los valores con un vencimiento menor a un año.

El universo de empresas en las cuales las AFP puedan efectuar inversiones de renta variable debe ser ampliado. El portafolio de acciones de las AFP presenta una elevada concentración debido a que, en los últimos años, no se ha ampliado las posibilidades de inversión en renta variable local a pesar del importante crecimiento de la capitalización bursátil y del desempeño financiero de las empresas.

70. Se observan factores adicionales que constituyen retos para el mercado de capitales pero que a su vez ofrecen oportunidades para potenciar su desarrollo, mencionados en Reportes anteriores, y que incluyen:

- a. Reducida liquidez y profundidad del mercado de capitales.** Este factor se explica por el reducido número de emisores y de emisiones como por el reducido monto de éstas, que determina que la adquisición de estos títulos en el mercado secundario por un inversionista institucional pueda tener efectos importantes en las cotizaciones. Además, la mayoría de los inversionistas institucionales que adquieren valores en el mercado primario lo hacen con la intención de mantenerlos al vencimiento (“*buy and hold*”) dado su perfil de largo plazo y el riesgo de reinversión de los recursos ante la escasez de nuevas oportunidades de inversión⁴⁴.

El bajo nivel de negociación resultante incrementa la tasa de rendimiento requerida para las nuevas emisiones (por la mayor prima de liquidez) y dificulta la valorización de los portafolios, afectando negativamente al desarrollo de los mercados financieros locales.

Al respecto, cabe destacar el proceso de integración de la BVL con sus similares de Colombia y Chile lo que permitiría dotar de mayor liquidez y profundidad al mercado, así como ampliar el universo de inversionistas y de acciones listadas con un *float* relevante para ser adquiridas por los principales inversionistas.

44 La industria de los fondos mutuos constituye el vehículo ideal para ampliar la base de inversionistas en el mercado de capitales, desconcentrando el dominio por el lado de la demanda que ejercen los inversionistas de largo plazo como las AFP. Una ventaja de los fondos mutuos es la diversidad de los mismos en función a distintos perfiles de riesgo, horizontes de inversión, etc. Así, el desarrollo de fondos mutuos de corto plazo o con un estilo más activo de inversión permitiría dotar al mercado secundario de deuda de mayor liquidez.





Con el objetivo de incrementar la liquidez, sería recomendable evaluar la relevancia de mantener el impuesto a las ganancias de capital, dado sus efectos negativos en la negociación y liquidez de los mercados secundarios de deuda y acciones. Asimismo, este impuesto desalienta el crecimiento de la industria de fondos mutuos, lo que dificulta romper con la dominancia de las AFP en los mercados primarios y secundarios de deuda y acciones.

- b. Incompleta curva de referencia de los bonos soberanos.** El desarrollo del mercado de renta fija requiere de una curva de rendimiento de referencia continua, líquida y con información en todos los tramos de la misma.

La curva de rendimiento de bonos soberanos se ha alargado en los últimos años, con la emisión de bonos a plazos más largos. Sin embargo, la disponibilidad de puntos de referencia para las emisiones del sector privado para el tramo corto (menor a dos años) y medio (de dos a seis años) de la curva de rendimiento soberana ha sido reducida por el intercambio de bonos soberanos con un plazo de vencimiento cercano (hasta seis años) por otros con vencimiento en 20-30 años. De este modo, los emisores e inversionistas no pueden cuantificar con exactitud, cuántos puntos básicos por encima de la tasa libre de riesgo se encuentra el precio del valor ofertado / demandado.

El desarrollo de operaciones de *strips*⁴⁵ a través de la creación de bonos segregables permitiría dotar de observaciones de la tasa de rendimiento libre de riesgo a todos los puntos de la curva de referencia. Se requeriría de una activa negociación de los Creadores de Mercado para que cada punto de la curva sea una referencia válida al sector privado dado la poca profundidad que tendría cada punto⁴⁶.

- c. Poco desarrollo del mercado de instrumentos hipotecarios.** Las instituciones financieras no utilizan el potencial del mercado de capitales para financiar sus colocaciones hipotecarias, a pesar de las ventajas que la emisión de los instrumentos hipotecarios ofrece tanto en términos del costo de los fondos como en el calce de plazo de sus operaciones. Los bonos hipotecarios y la titulización de la cartera hipotecaria son instrumentos que deben emplearse en mayor medida y es beneficioso que se desarrolle la emisión de Títulos de Crédito Hipotecario Negociable. Al respecto, el Congreso ha aprobado recientemente el proyecto de ley que regula la emisión de bonos hipotecarios cubiertos.⁴⁷

45 Las operaciones con *strips* consisten en independizar cada cupón convirtiéndolo en la práctica en un bono cupón cero. Para ello, se requiere permitir que los bonos soberanos sean bonos segregables o divisibles.

46 Como cada punto de la curva proviene del cupón de una emisión, la profundidad (saldo total del instrumento para negociarse en el mercado secundario) de cada punto sería reducida.

47 Ver Recuadro 4: "Proyecto de Ley de Creación de Bonos Hipotecarios Cubiertos" del Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2010, páginas 53-54.

d. Falta desarrollar un mercado de Repos interbancarios. El Repo interbancario es un instrumento que podría incrementar la liquidez del mercado de dinero,⁴⁸ pero existen trabas que dificultan su desarrollo, como la inseguridad jurídica que enfrentaría el prestamista (reportante) ante la imposibilidad de mantener el activo reportado ante una eventual insolvencia del prestatario (reportado).

Una solución para este problema es la promulgación de una norma con rango de ley específica de repos, que asegure la transferencia de propiedad del activo reportado, y que esta transferencia prevalezca aun en casos de insolvencia. En cuanto al tratamiento contable, es recomendable que éste permita mantener el activo en el balance del banco reportado para evitar la volatilidad en sus resultados financieros.

48 El repo interbancario es, por consenso del mercado, una alternativa viable y eficiente para proveer liquidez de corto plazo, con características superiores a los préstamos interbancarios.





III. INFRAESTRUCTURA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

III.1 Marco Regulatorio

En el marco regulatorio destacan las reformas del sistema financiero a nivel internacional, las que buscan mejorar la capacidad de los bancos para absorber pérdidas; aumentar la transparencia de información en el sistema financiero; y, fortalecer el monitoreo de la estabilidad financiera en general (incluyendo la regulación macroprudencial) y de las entidades de riesgo sistémico en particular.

71. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (en adelante, el Comité) viene trabajando un conjunto de medidas, conocidas como Basilea III⁴⁹. El Comité busca que las entidades financieras tengan mayor capacidad para absorber los choques (económicos o financieros) y así se reduzca el posible contagio de problemas del sector financiero al sector real. Para ello, las medidas proponen:

- a) Mejorar la calidad del capital regulatorio (exigir mayor capital que directamente absorba pérdidas);
- b) Fortalecer los requerimientos de capital para el riesgo de contraparte en exposiciones de derivados;
- c) Introducir un nivel máximo de apalancamiento contable;
- d) Requerir provisiones y capital contracíclicos; y,
- e) Establecer ratios de liquidez de corto y mediano plazo.

RECUADRO 8 NUEVA REGULACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO INTERNACIONAL - BASILEA III

En diciembre de 2009, el Comité publicó dos documentos que proponían la modificación de la regulación referida al capital regulatorio y a la liquidez de las entidades financieras (analizados en el Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2010). Los comentarios recibidos fueron evaluados

49 El Comité señala que la severidad y profundidad de la crisis fue amplificada por la debilidad del sistema financiero como resultado de entidades excesivamente apalancadas, capital de baja calidad e insuficiencia de liquidez (ver "The Basel Committee's response to the financial crisis: report to the G20", Basel Committee on Banking Supervision, Octubre de 2010). El Comité viene elaborando propuestas para una mejor supervisión a las entidades financieras sistémicamente importantes (*too big and too interconnected to fail*), entre las que destacan requerimientos adicionales de capital y capital contingente (Ver Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2010, sección Estudios "Recuento de propuestas de regulación del sistema financiero").

por el grupo de gobernadores de los bancos centrales y jefes de supervisión (GHOS por sus siglas en inglés, organismo fiscalizador del Comité). Así, en julio, el GHOS, entre otras recomendaciones, determinó que el nivel máximo del apalancamiento de los activos contables dentro y fuera del balance respecto al patrimonio contable sea de 33 veces.

Luego, el 12 de setiembre pasado, el GHOS recomendó incrementar el requerimiento de capital regulatorio (patrimonio efectivo) de 8% de los activos ponderados por riesgo (APR) a 10,5%, para incluir un componente nuevo de capital (por 2,5% de los APR) conformado por acciones comunes u otro instrumento que absorba pérdidas en su totalidad de forma que el capital de los bancos se fortalezca ante una crisis financiera sistémica. Asimismo, el capital base (Tier 1) pasa de 4% a 6% de los APR y la participación del capital social (recursos de los accionistas que en primer lugar absorben las pérdidas) en el capital regulatorio total aumenta de 2% a 7% de los APR.

El GHOS publicó el cronograma de implementación de estas medidas: 2015, para los estándares de liquidez de corto plazo y 2018 para los de largo plazo; 2018, para el nivel máximo de apalancamiento; y 2019, para el nuevo requerimiento de capital (tanto el adicional como el total). El GHOS recomendó también a los supervisores locales establecer un requerimiento contracíclico adicional de capital de hasta 2,5% de los APR con el objetivo de reducir la prociclicidad del negocio bancario.

Este requerimiento está en el rango esperado por el mercado. Estudios previos realizados por el propio Comité (*Assessment of the long term economic impact of stronger capital and liquidity requirements, Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, de agosto de 2010) y el Banco de Inglaterra (Reporte de Estabilidad Financiera de Junio de 2010) señalaban un rango entre 10% y 15% de los APR.

El periodo de adecuación ha sido mayor al esperado por los analistas (8 años versus 5 años), lo cual permite que los posibles costos del mayor requerimiento de capital (aumento de la tasa de interés activa y restricción en la oferta crediticia) sean menores que sus potenciales beneficios (reducción de la probabilidad de ocurrencia de una nueva crisis sistémica que, en los países desarrollados, se estima que ocurre cada 25 años) y que los costos de su resolución (las pérdidas de crisis sistémicas usualmente alcanzan entre 4% y 5% de los APR). Las medidas acordadas por el GHOS deberán ser aprobadas en la siguiente reunión del grupo de países G-20 (11 y 12 de noviembre en Corea del Sur).

De esta manera, la nueva regulación del sistema bancario mundial dotaría de un importante seguro al sistema para afrontar un nuevo episodio de riesgo sistémico a través de mejores y mayores requerimientos de capital. No obstante ello, la efectiva implementación y la supervisión de las nuevas reglas bancarias y la formación de comisiones de riesgo macroprudencial con la participación de los bancos centrales, ministerios de economía y reguladores y supervisores del sistema financiero, para velar por la solvencia del sistema financiero en su conjunto, son aún tareas pendientes de desarrollar para afianzar la solvencia del sistema bancario mundial.





72. La *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, que modifica la regulación y la supervisión del sistema financiero de los Estados Unidos fue promulgada el 21 de julio último. Esta Ley, conocida como la *Dodd-Frank Act* por los legisladores que la plantearon, busca reducir la probabilidad de ocurrencia de una nueva crisis financiera y los costos de su resolución. Las principales medidas aprobadas son: la constitución de un consejo de estabilidad financiera;⁵⁰ el establecimiento de un procedimiento de resolución de crisis de entidades sistémicamente importantes⁵¹ (ESI); y la creación de la oficina de protección al consumidor de servicios financieros.

La plena vigencia de esta reforma requiere la elaboración del marco reglamentario respectivo. Un estimado conservador es que la reforma entre en plena vigencia en 2012, siendo 11 las entidades involucradas en la preparación de los reglamentos, entre las que destacan la Reserva Federal (Fed), la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), la *Securities and Exchange Commission* (SEC), la *Office of Comptroller of the Currency* (OCC)⁵². El conjunto de reglamentos a preparar es de 240 y deben recibir previamente los comentarios del público.

En la Ley no se incluyó la constitución de un fondo de estabilidad financiera financiado con un impuesto a los depósitos de las ESI. Asimismo, no se plantea el nuevo rol del Estado en el mercado hipotecario ni el futuro de las agencias hipotecarias *Fannie Mae* y *Freddie Mac* aunque el gobierno se ha comprometido a publicar una propuesta para enero de 2011.

RECUADRO 9 NUEVA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO EN LOS ESTADOS UNIDOS

Las principales medidas aprobadas son:

- a) Establecimiento de un regulador macroprudencial y de nuevas agencias gubernamentales para la regulación del sistema financiero:
 - Establecimiento de la *Consumer Financial Protection Bureau*, oficina que regulará y supervisará la protección del consumidor de servicios financieros (créditos hipotecarios, tarjetas de crédito, créditos educativos, entre otros). Modificación de roles para los reguladores/supervisores microprudenciales: (a) Inclusión de las ESI no bancarias dentro

50 Entre los países que ya cuentan con un comité de estabilidad financiera destacan España (2006) y México (agosto de 2010). Otros países que crearían un regulador macroprudencial son Alemania, Francia e India. En la Unión Europea, se establecería un consejo supranacional *European Systemic Risk Board*.

51 Estas entidades se definen por el tamaño de sus activos (iguales o superiores a US\$ 50 mil millones). El riesgo sistémico se define como aquel que puede generar efectos adversos sobre las condiciones económicas o sobre la estabilidad del sistema financiero.

52 Regulador y supervisor primario de los bancos comerciales con cobertura nacional. El regulador secundario es la FDIC siempre y cuando el banco comercial reciba depósitos del público hasta US\$ 250 mil (monto asegurado).

de la supervisión de la Fed; (b) Creación de la *Federal Insurance Office* que supervisará los *holdings* de seguros; y (c) Reemplazo de la *Office of Thrift Supervision*⁵³ por la OCC.

- Creación de un regulador macroprudencial (*Financial Stability Oversight Council*)⁵⁴, que identificará riesgos a la estabilidad financiera, recomendará medidas de suficiencia de capital, administración del riesgo de liquidez, entre otras a los reguladores bancarios y determinará que ESI no bancaria será supervisadas por la Fed.

b) Mecanismos de resolución y liquidación de ESI:

- Creación de un comité (Tesoro, Fed y FDIC, en consulta con el Presidente) que evaluará si los problemas de una entidad podrían traducirse en riesgo sistémico. De ser el caso, se encarga a la FDIC la liquidación o transferencia de activos de dicha entidad (*receivership*)⁵⁵.
- Expresa prohibición de que se generen pérdidas con los recursos de los contribuyentes utilizados en los rescates de las ESI.
- Obligación de las entidades supervisadas por la Fed de elaborar planes de resolución de crisis (*living wills*). Si no son aprobados, la Fed con el voto del regulador macroprudencial exige a la entidad que venda parte de sus activos (*too big to fail*).

c) Medidas microprudenciales para la regulación del sistema bancario:

- Encargo a los reguladores de establecer un nuevo requerimiento de capital basado en riesgos y un nivel de apalancamiento máximo (incluye activos dentro y fuera del balance).
- Imposición de un límite (3% del capital) a las inversiones de los bancos en fondos de cobertura (*hedge funds*)⁵⁶ y limitación de sus operaciones con derivados con fines propios. Esta es una versión de la *Volcker Rule*. El reglamento debe precisar los alcances de estas limitaciones.
- Prohibición de que el Estado asista (mediante garantía de depósitos, préstamos de la Fed, etc.) a entidades que realicen mayoritariamente operaciones *over the counter* con derivados para fines propios (*proprietary trading*).
- Limitación del uso de calificaciones de riesgo por parte de los reguladores.
- Exigencia de que el originador retenga al menos el 5% de los activos titulizados.

53 Supervisaba las mutuales que otorgan créditos hipotecarios (*savings and loan*). Estuvo a cargo de la supervisión de *AIG Financial Products*, subsidiaria de la compañía de seguros AIG que vendía derivados de crédito (*Credit Default Swaps*) sobre hipotecas *subprime*.

54 Compuesto por 10 miembros con derecho a voto (Tesoro quien lo preside, Fed, OCC, FDIC, *National Credit Union Administration-NCUA*, *Consumer Financial Protection Bureau*, *SEC*, *Commodities Futures Trading Commission*, *Federal Housing Finance Agency* y un experto independiente de seguros) y 5 miembros sin derecho a voto (*Office of Financial Research*, *Federal Insurance Office* y 3 reguladores estatales de bancos, de valores y de seguros).

55 Esta facultad es similar a la que cuenta la FDIC para liquidar entidades depositarias (bancos comerciales, mutuales, entre otras) que ofrecen ahorros con el seguro federal de depósito.

56 Los *hedge funds* con activos superiores a US\$ 150 millones deberán registrarse en la SEC, designar un oficial de cumplimiento e informar sobre su portafolio y nivel de apalancamiento.





73. En el último semestre, los principales cambios regulatorios en el Perú estuvieron enfocados en cuatro aspectos: la transparencia en el mercado financiero, la eficiencia del portafolio administrado por las AFP, medidas macroprudenciales y el fortalecimiento del sistema de pagos.

- a. Transparencia en el mercado financiero:** La CONASEV aprobó el Nuevo Reglamento de Fondos Mutuos, el mismo que se adecua a la modificación de la Ley del Mercado de Valores,⁵⁷ que estableció en relación a los Fondos Mutuos: la posibilidad de emitir diferentes series de cuotas para un mismo fondo mutuo; la obligación de entregar un prospecto simplificado; la posibilidad de constituir fondos de fondos y fondos espejos⁵⁸; la flexibilización del traspaso de participaciones hacia otro fondo mutuo; y la creación de las empresas proveedoras de precios para valorizar el portafolio administrado, entre otras modificaciones.

Adicionalmente, el Congreso de la República aprobó el Código de Protección y Defensa del Consumidor, el mismo busca unificar toda la normativa relacionada a la protección del consumidor en un solo régimen jurídico. Respecto al consumidor financiero, la ley señala como principales temas los siguientes: se incluye al INDECOPI, junto con la SBS, como supervisor de la protección al consumidor en servicios financieros; se modifica el procedimiento de reclamos de servicios financieros; se fortalece el derecho del consumidor al pago anticipado o prepago de saldos en toda operación de crédito; y, se eleva a rango de ley la obligación de las entidades financieras a informar a los consumidores sobre la Tasa de Costo Efectivo Anual para créditos en cuotas y la Tasa de Rendimiento Efectivo Anual para depósitos.⁵⁹

- b. Eficiencia en el portafolio administrado por las AFP:** El BCRP ha optado por ir incrementando gradualmente el límite operativo de inversión en el exterior de las AFP de 24% hasta 30%, igualando de esta forma el límite legal establecido en la Ley del SPP. Estos incrementos permiten que las AFP dispongan de una mayor flexibilidad para responder a las situaciones cambiantes del mercado local y extranjero; puedan asignar sus portafolios de manera más eficiente; y, reduzcan su exposición al riesgo doméstico.

Sin embargo, hay que precisar que a pesar de los incrementos en el límite de inversiones en el exterior, todavía se observa un grado elevado de concentración tanto en títulos y emisores, por lo que es necesario seguir realizando el seguimiento a las inversiones que realicen las AFP en el exterior, con el objetivo final de alcanzar un manejo más eficiente de la cartera de inversiones de las AFP.

57 Decreto Legislativo N° 1061 aprobado en junio de 2008, y realizada en el marco de las facultades legislativas delegadas por el Congreso de la República al Poder Ejecutivo, para la implementación del Acuerdo de Promoción Comercial Perú - Estados Unidos.

58 Fondos que replican el comportamiento de otros fondos.

59 Incluyen todos los costos directos e indirectos que influyen en su determinación.

- c. Medidas macroprudenciales:** La SBS modificó el Título VI del Compendio de Normas del SPP, estableciendo límites máximos aplicables a la negociación de las operaciones de compra y venta de moneda extranjera en 0,85% y 1,95% para las operaciones realizadas por las AFP de manera diaria y semanal, respectivamente. La creciente participación de las AFP en el mercado cambiario refleja un particular interés, ya que al transar grandes volúmenes de operaciones podrían influenciar las decisiones de inversión de otros agentes y exacerbar con su comportamiento las presiones sobre el tipo de cambio.
- d. Fortalecimiento del Sistema de Pagos:** el BCRP publicó la circular N° 012-2010-BCRP, (05/05/2010) “Reglamento General de los Sistemas de Pagos”. La finalidad del Reglamento es regular y desarrollar el régimen jurídico de los Sistemas de Pagos establecidos por la Ley N° 29440 (Ley General de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores). Como consecuencia de esto, se minimizaría el riesgo legal al contar con una normatividad estricta para las órdenes de transferencia de fondos y de valores que se dan en dichos sistemas.

RECUADRO 10 PRINCIPALES CAMBIOS NORMATIVOS

Normas que regulan el Sistema Financiero

Emitidas por la SBS:

- Resolución SBS N° 14369-2010 (28/10/2010).- Fijan contribución trimestral para las Empresas Administradoras Hipotecarias para el cuarto trimestre de 2010.
- Circular N° G-153-2010 (07/10/2010).- Actualizan capital social mínimo de las empresas supervisadas correspondiente al trimestre octubre – diciembre de 2010.
- Res. SBS N° 12321-2010 (04/10/2010).- Establecen índices de liquidez y solvencia y demás condiciones que deben cumplir las CAC no autorizadas a operar con recursos del público para poder captar depósitos CTS de sus socios.
- Res. SBS N° 11823-2010 (29/09/2010).- Aprueba reglamento para la Supervisión Consolidada de los Conglomerados Financieros y Mixtos.
- Circular N° B-2193-2010 (28/09/2010).- Aprueba la activación de la regla procíclica.
- Circular N° B-2192-2010 (08/09/2010).- Establece el monto máximo de cobertura del Fondo de Seguro de Depósitos correspondiente al trimestre setiembre-noviembre en S/. 84 710.
- Res. SBS N° 9641-2010 (29/08/2010).- Modifican el manual de contabilidad para las Cooperativas de Ahorro y Crédito no autorizadas a operar con recursos del público.
- Circular N° CM-379-2010 (27/08/2010).- Aprueban Circular sobre Ejecución Extrajudicial de garantía mobiliaria.
- Res. N° 9115-2010 (19/08/2010).- Declaran sometimiento al régimen de intervención de la Caja de Beneficios y Seguridad Social del Pescador
- Res. N° 8504-2010 (07/08/2010).- Aprueban Reglamento para la Reestructuración, Repotenciación, Disolución y Liquidación de las Derramas, Cajas de Beneficios y otros





fondos que reciban recursos de sus afiliados y otorguen pensiones de cesantía, jubilación y similares.

- Res. N° 8388-2010 (28/07/2010).- Reemplazan la Séptima Disposición Final del reglamento para el Requerimiento de Patrimonio Efectivo por Riesgo de Crédito aprobado por Res. SBS N° 14353-2009 y sus modificatorias.
- Circular N° B-2191-2010 (28/07/2010) Aprueban normas para el Registro de tasas de interés, comisiones y otros costos – RETASAS.
- Circular N° G-151-2010 (12/07/2010) Actualizan capital social mínimo de las empresas supervisadas correspondiente al trimestre julio – setiembre de 2010.
- Circular N° B-2190-2010 (06/06/2010).- Establece el monto máximo de cobertura del Fondo de Seguro de Depósitos correspondiente al trimestre junio-agosto en S/. 84 302.
- Res. N° 3281-2010 (19/04/2010).- Modifican reglamento de la gestión integral de riesgos y el procedimiento N° 110 del TUPA de la SBS.

Emitidas por el Congreso de la República:

- Ley N° 29571 (02/09/2010).- Se aprueba el Código de Protección y Defensa del Consumidor.

Emitidas por el BCRP:

- Circular N° 040-2010-BRP (28/10/2010).- Modifica los causales de vencimiento anticipado del contrato de repo de Certificados de Participación Preferente emitidos con cargo a fideicomisos de derecho de crédito.
- Circular N° 039-2010-BRP (28/10/2010).- Modifica los requisitos para las operaciones repo de cartera de créditos.
- Circular N° 035-2010-BRP (04/10/2010).- Modifica el monto mínimo para constituir depósitos *overnight* en moneda extranjera.
- Circular N° 036-2010-BRP (04/10/2010).- Se incluye dentro de los instrumentos dirigidos a regular la liquidez en el mercado a los Certificados de Depósito en Moneda Nacional con Tasa Variable del BCRP (CDV BCRP).
- Circular N° 037-2010-BRP (04/10/2010).- Se incluye dentro de los instrumentos dirigidos a regular la liquidez en el mercado a los Certificados de Depósito Liquidables en dólares del BCRP (CDLD BCRP).
- Circular N° 031 y N° 032-2010-BCRP (29/09/2010).- Disposiciones de encaje en moneda nacional (MN) y extranjera (ME). Incrementa la tasa de encaje mínimo legal en ambas monedas de 8,5% a 9% y la tasa marginal aplicable a las obligaciones sujetas al régimen general de encaje en ME de 50% a 55%, entre otras.
- Circular N° 029-2010-BCRP (10/09/2010).- Disposiciones de encaje en MN y ME. Modifica la tasa de encaje para los créditos del exterior con plazos menores a 2 años.
- Circular N° 028-2010-BCRP (07/09/2010).- Se modifica el Reglamento de las Cámaras de Compensación de Transferencia de Crédito.
- Circular N° 026-2010-BCRP (27/08/2010).- Disposiciones de Encaje en MN y ME. Modifica la tasa de encaje aplicable a las obligaciones procedentes del exterior.

- Circular N° 024 y 025-2010-BCRP (08/08/2010).- Disposiciones de Encaje en MN y ME. Incrementa la tasa de encaje mínimo legal en ambas monedas de 8% a 8,5% y la tasa marginal aplicable a las obligaciones sujetas al régimen general de encaje en ME de 45% a 50%, entre otras.

Normas que regulan el Sistema Privado de Pensiones

Emitidas por la SBS:

- Res. N° 6460-2010 (23/06/2010).- Modifican el Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del SPP, para establecer los límites máximos aplicables a la negociación de las operaciones de compra y venta de moneda extranjera en 0,85% y 1,95% del valor conjunto de los Fondos para las operaciones realizadas durante un día y durante una semana respectivamente.
- Circular N° AFP-113-2010 (20/06/2010).- Establecen estándares mínimos de contenido de información que las AFP deberán observar en la orientación a potenciales pensionistas.
- Circular N° AFP-112-2010 (12/06/2010).- Establecen estándar de contenido mínimo de la cartilla informativa de los aspectos relevantes de los multifondos y de la elección o cambio del tipo de fondo de pensiones de preferencia del afiliado al SPP.
- Circular N° AFP-111-2010 (28/05/2010).- Precisan alcance de los términos “cobertura de riesgos” y “gestión o manejo eficiente del portafolio” aplicable a la normativa sobre inversiones en el SPP.

Emitidas por el BCRP:

- Circular N° 030-2010-BCRP (14/09/2010).- Se incrementa el límite de inversión en el exterior para los fondos administrados por las AFP de 28% a 30%.
- Circular N° 019-2010-BCRP (16/07/2010).- Se incrementa el límite de inversión en el exterior para los fondos administrados por las AFP de 26% a 28%.
- Circular N° 015-2010-BCRP (17/06/2010).- Se incrementa el límite de inversión en el exterior para los fondos administrados por las AFP de 24% a 26%.

Emitidas por el Poder Ejecutivo:

- D.S. N° 104-2010-EF (17/04/2010).- Modifica el Reglamento del TUO de la Ley del Sistema Privado de Pensiones. Incorpora límites por emisor para cada tipo de fondo administrado. Modifica los criterios para el cálculo de rentabilidad mínima. Introduce la modalidad de pensiones vitalicias nominales reajustables tanto para nuevos soles como para dólares.

Normas que regulan el Mercado de Capitales

Emitidas por CONASEV

- Res. N° 107-2010-EF/94.01.1 (29/10/2010).- Aprueban Reglamento del Mercado Integrado a través del Enrutamiento Intermediado.





- Res. N° 102-2010-EF/94.01.1 (14/10/2010).- Se dispone que las personas jurídicas bajo el ámbito de supervisión de CONASEV deberán preparar sus estados financieros con observancia plena de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Res. N° 095-2010-EF/94.01.1 (04/10/2010).- Aprueban Reglamento del Director de Mercados de Bolsas de Valores.
- Res. N° 083-2010-EF/94.01.1 (28/08/2010).- Modifican el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios.
- Res. N° 071-2010-EF/94.01.1 (22/07/2010).- Crean Registro Público denominado "Registro especial de otras entidades bajo competencia de CONASEV.
- Res. N° 068-2010-EF/94.01.1 (16/07/2010).- Aprueban nuevo texto del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras a que se refiere el Título IX de la Ley del Mercado de Valores.
- Res. N° 021-2010-EF/94.06.2 (14/07/2010).- Autorizan la organización de una empresa proveedora de precios denominada Proveedor Integral de Precios del Perú S.A.

Otras Normas

- Circular N° 038-2010-BCRP (12/10/2010).- Reglamento del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la Asociación Latinoamericana de Integración aplicable en Perú.
- Circular N° 012-2010-BCRP (05/05/2010).- Reglamento General de los Sistemas de Pagos.
- Circular N° 013-2010-BCRP (05/05/2010).- Reglamento de las Empresas de Servicios de Canje y Compensación.

III.2 Estructura del Sistema Financiero

El número de participantes en el sistema financiero se ha mantenido durante el último semestre. Los indicadores de concentración nos dicen que la banca preserva su posición líder, mientras que hay indicios de una mayor competencia en los créditos y depósitos. Asimismo, se observó el ingreso, el retiro, la adquisición y/o transformación de algunas entidades en el sistema financiero.

74. Al tercer trimestre de 2010, el número de entidades que operan en el sistema financiero asciende a 58⁶⁰ acumulando un total de S/. 199 mil millones. Como se aprecia en el Cuadro 3.1, la banca mantiene su hegemonía dentro del sistema, al concentrar el 81% del total de activos, el 84% de las colocaciones y el 87% de los depósitos.

60 Este número excluye a las empresas de arrendamiento financiero; las empresas afianzadoras y de garantías; las empresas de servicios fiduciarios; las empresas administradoras hipotecarias; los almacenes generales de depósito; las empresas de transferencias de fondos; las cooperativas; y las entidades estatales como COFIDE; Agrobanco y el Fondo Mivivienda.

CUADRO 3.1
ACTIVOS FINANCIEROS Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO
A Setiembre de 2010, Miles de Millones de S/.

	Número de Empresas	Activos	Participación (%)		
			Activos	Créditos	Depósitos
Total	58	199,5			
1. Bancos	15	160,8	80,6	83,6	87,0
2. No Bancarias	42	18,9	9,5	12,8	8,6
- Financieras	9	5,4	2,7	3,9	1,2
- Cajas Municipales	13	10,4	5,2	6,8	6,1
- Cajas Rurales	10	2,1	1,1	1,4	1,2
- Edpymes	10	1,1	0,5	0,8	0,0
3. Banco de la Nación	1	19,8	9,9	3,6	4,4

Fuente: Balances de Comprobación.

75. La medición de la estructura de mercado por activos, mediante el índice IHH, indica que el sistema bancario y el no bancario están concentrados. Luego de obtener el promedio del último semestre, se observa que las financieras son las más concentradas; y las cajas municipales, las menos concentradas. Por su importancia sistémica, cabe señalar que los cuatro bancos más grandes concentran el 84% del total de activos.

CUADRO 3.2
ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN (IHH) DE ACTIVOS EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/

	Set.08	Set.09	Mar.10	Set.10
1. Bancos	2 206	2 114	2 180	2 170
2. No Bancarias				
- Financieras	5 122	4 704	3 013	2 643
- Cajas Municipales	1 169	1 183	1 157	1 147
- Cajas Rurales	2 097	2 169	2 243	2 222
- Edpymes	1 659	1 648	1 932	2 220

1/ El índice utilizado es el de Herfindahl-Hirschman (IHH), equivalente a la suma del cuadrado de la participación de cada entidad, por lo que tiene un rango entre 0 y 10 000. Valores por encima de 1 800 se considera que el mercado está concentrado. En la estimación no se considera al Banco de la Nación.

Fuente: Balances de Comprobación.

76. Por tipo de producto, los créditos a las empresas y los depósitos a la vista son los más concentrados al ser productos con alta presencia bancaria. Por su parte, se observa menor concentración en el caso de los créditos a hogares (salvo hipotecarios) y de los depósitos a plazo, como reflejo de la competencia en los segmentos de crédito minorista (principalmente, consumo) y en la captación de depósitos por Compensación de Tiempo de Servicio, respectivamente, por efecto de la presencia activa de las entidades no bancarias.



**CUADRO 3.3**
ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN POR TIPO DE CRÉDITO Y DEPÓSITO 1/

	Set.08	Set.09	Mar.10	Set.10
Colocaciones	1 651	1 568	1 594	1 550
Empresas	1 811	1 706	1 745	1 677
Hogares	1 426	1 390	1 386	1 394
- Consumo	1 105	1 071	1 061	1 051
- Hipotecario	2 483	2 365	2 328	2 342
Depósitos	2 055	1 810	1 845	1 822
Vista	2 820	2 576	2 618	2 550
Ahorro	2 373	2 376	2 403	2 307
Plazo	1 695	1 351	1 337	1 344

1/ El índice utilizado es el de Herfindahl-Hirschman (IHH), equivalente a la suma del cuadrado de la participación de cada entidad, por lo que tiene un rango entre 0 y 10 000. Valores por encima de 1 800 se considera que el mercado está concentrado. En la estimación no se considera al Banco de la Nación.
Fuente: Balances de Comprobación.

77. Durante los últimos seis meses, se autorizó el ingreso de nuevas entidades, la adquisición y/o transformación de algunas entidades que ya venían operando en el sistema financiero; mientras que otras entidades expandirán sus operaciones al exterior. Asimismo, algunas entidades financieras registraron cambios en su clasificación de riesgo.

- En abril de 2010, Citibank absorbió a la empresa de arrendamiento Citileasing, mediante la adquisición del 100% de las acciones de esta empresa a Citicorp Servium (98,8%) y Citicorp Perú (1,2%).
- En este mes, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) autorizó la conversión de la empresa de arrendamiento financiero América Leasing y de la Edpyme Efectiva en financieras América y Efectiva, respectivamente. Asimismo, evalúa la solicitud de organización de la CMAC de Los Olivos.
- En mayo de 2010, la Fundación BBVA para las Microfinanzas, accionista de CRAC Nuestra Gente, suscribió un acuerdo de intención con parte de los accionistas de Financiera Confianza, que representan el 85% de las acciones con derecho a voto de esa entidad, para una posible absorción de la financiera por parte de la CRAC, para que posteriormente esta entidad se convierta en un banco.

Por otro lado, Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith transfirió su paquete accionario en Financiera TFC (que representaba el 24,99% del capital social de esta entidad) a favor de LFLP Holding, que con esta adquisición acumula el 93,3% de participación de la financiera. En octubre, este holding suscribió un contrato de compra-venta de acciones con los fondos privados Latam Perú Fund y Latam Growth Fund con el objeto de transferirles una participación accionaria de la Financiera TFC, equivalente a 20,95% y 1,05% del capital social de esta entidad, respectivamente.

- En junio de 2010, la SBS autorizó la conversión de Financiera Solución en Empresa Administradora Hipotecaria Solución. Ello obedeció a que el Banco de Crédito (propietario de Financiera Edyficar) no podía ser titular del más del 5% de las acciones de otra entidad financiera de la misma naturaleza.
- En julio de 2010, la SBS autorizó la adquisición, por parte de Financiera Amérika, de las acciones de América Factoring en poder de Factoral S.A. (equivalente al 15% del capital social de esa entidad), con lo que la financiera acumula el 100% de las acciones de América Factoring. Posteriormente, en setiembre de 2010, Amérika Financiera aprobó en sesión de Directorio la fusión por absorción de América Factoring.
- En agosto de 2010, la SBS autorizó el funcionamiento de Leasing Perú, que forma parte del grupo Bancolombia de Colombia, como empresa de arrendamiento financiero.
- Por otro lado, el Grupo ACP (principal accionista de Mibanco) suscribió un acuerdo de consolidación con Ceape Maranhao (Brasil), cuyo objeto es constituir conjuntamente, en los próximos meses, el primer banco especializado en microfinanzas de Brasil.
- En setiembre de 2010, la SBS autorizó la organización de la Edpyme Inversiones La Cruz, y de la CRAC Del Centro. Asimismo, el Banco de Crédito de Bolivia, subsidiaria del Banco de Crédito del Perú, anunció que participará en la constitución de una empresa de seguros en Bolivia, en la que participará conjuntamente con la Compañía de Seguros y Reaseguros Pacífico Peruano Suiza.

A fines de ese mes, se publicaron las clasificaciones de riesgo de las entidades financieras, con información a junio de 2010. Class y Asociados mejoró las clasificaciones de riesgo de Crediscotia (de A- a A) y CRAC Quillabamba (de C+ a B-); mientras que redujo las de CMAC Trujillo (de B a B-) y CRAC Sipán (de C+ a C). Por su parte, Apoyo y Asociados disminuyó las clasificaciones de CMAC Del Santa (de C a C-) y CRAC Profinanzas (de C+ a C); y Equilibrium, la de CMAC Piura (de B a B-).

III.3 Sistemas de Pagos

En el período de doce meses a setiembre de 2010, las transferencias de fondos en los Sistemas de Pagos se expandieron en valor y volumen, acompañando el crecimiento de la actividad económica. En ese contexto, se observó un mayor dinamismo en el uso de instrumentos electrónicos de pago.

78. Los Sistemas de Pagos son el conjunto de normas, acuerdos y procedimientos para la liquidación de las transferencias de fondos entre las entidades del





sistema financiero que participan en ellos. Las transferencias son ordenadas por los participantes por cuenta propia, por ejemplo, para realizar préstamos interbancarios o para comprar moneda extranjera o valores, o por cuenta de sus clientes, quienes envían dinero a través de los sistemas a beneficiarios en otras entidades.

La importancia de los Sistemas de Pagos radica en que permiten pagar obligaciones, llevar a cabo inversiones, implementar la política monetaria, en otras palabras, son la infraestructura por la cual se moviliza fondos entre los agentes económicos. Dichos sistemas tienen importancia sistémica cuando los problemas por su mal funcionamiento o ligados a un participante pueden amplificarse afectando al resto de participantes e incluso al sistema financiero.

La Ley de Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores (Ley N° 29440) estableció el marco jurídico que brinda certeza y seguridad a las órdenes de transferencia de fondos y valores aceptadas en los sistemas de importancia sistémica, al establecer que son firmes e irrevocables, incluso en caso de procedimientos de Intervención, Concursal o de Liquidación. Dicha Ley reconoce tres sistemas de pagos de importancia sistémica⁶¹:

- i. Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR).** Sistema que liquida transferencias de fondos de alto valor, los resultados de las compensaciones o neteos de las operaciones de otros sistemas y las operaciones de política monetaria. Su administrador es el Banco Central.
- ii. Sistemas de compensación y liquidación de cheques y de otros instrumentos compensables (CCE).** Sistema de Pagos minorista que procesa cheques y transferencias de crédito. Su administrador es la Cámara de Compensación Electrónica S.A.
- iii. Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV).** Corresponde al proceso de liquidación de fondos de las obligaciones que surgen de negociaciones en Rueda de Bolsa y en Sistemas Centralizados de Negociación de Valores Emitidos por el Gobierno Nacional. Su administrador es CAVALI.

79. El valor y volumen promedio diario de las transacciones canalizadas en los Sistemas de Pagos entre setiembre de 2010 y octubre de 2009 se expandieron en 18,3% y en 5,9%, respectivamente, con relación a los doce meses previos.

61 De ahora en adelante Sistemas de Pagos.

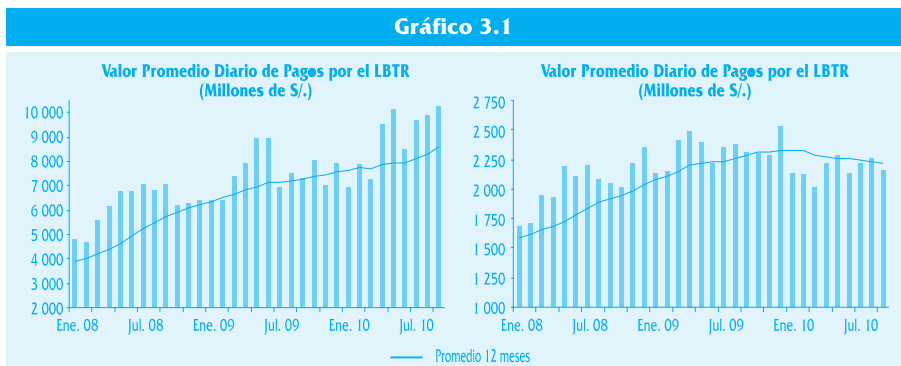
CUADRO 3.4
SISTEMAS DE PAGOS DE IMPORTANCIA SISTÉMICA
(Promedio diario)

Transacciones por sistema (MN + ME)	Acumulado últimos 12 meses		Estructura % últimos 12 meses		Var. % 12 meses				
	2008	2009	Set.09	Set.10	Set.09	Set.10	09/08	Set.09/ Set.08	Set.10/ Set.09
LBTR									
Valor (mill. S/.)	6 224	7 566	7 237	8 588	91,3	91,6	21,6	26,4	18,7
Volumen (unidades)	2 034	2 330	2 286	2 217	5,2	4,8	14,5	19,2	-3,0
SMLV									
Valor (mill. S/.)	81	84	76	91	1,0	1,0	2,6	-12,4	19,5
Volumen (unidades)	1 390	1 327	1 327	1 045	3,0	2,2	-4,5	-11,5	-21,3
CCE									
Valor (mill. S/.)	638	609	612	699	7,7	7,5	-4,5	-1,7	14,3
Volumen (unidades)	40 830	40 483	40 437	43 375	91,8	93,0	-0,9	1,0	7,3
Cheques									
Valor (mill. S/.)	595	549	558	609	7,0	6,5	-7,7	-4,4	9,3
Volumen (unidades)	35 148	33 338	33 791	33 829	76,7	72,5	-5,1	-2,5	0,1
Transferencias de Crédito									
Valor (mill. S/.)	43	60	54	90	0,7	1,0	41,2	39,5	65,8
Volumen (unidades)	5 682	7 144	6 647	9 546	15,1	20,5	25,7	23,7	43,6
TOTAL									
Valor (mill. S/.)	6 943	8 259	7 925	9 378	100,0	100,0	19,0	23,2	18,3
Volumen (unidades)	44 255	44 139	44 050	46 637	100,0	100,0	-0,3	1,4	5,9

Fuente: BCRP.

80. Los pagos efectuados a través del Sistema LBTR crecieron en valor en 18,7%, mientras que su número se redujo en 3%, como resultado de las menores operaciones propias de los bancos, especialmente en moneda nacional. El monto promedio por transacción creció en 22,3%.

Gráfico 3.1



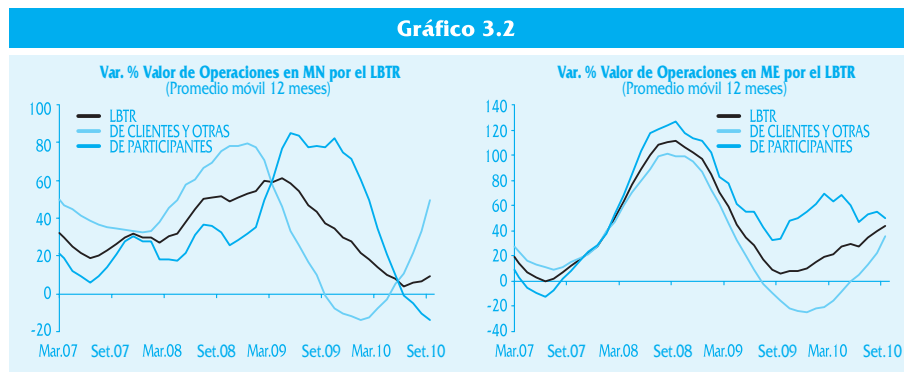
Fuente: BCRP.





En moneda nacional, el valor de los pagos se incrementó en 9,6%, explicado por los mayores pagos realizados por cuenta de clientes (49,2%). En cambio, las transferencias propias de los participantes del sistema⁶² disminuyeron en 14,2%, ya que la mayor disponibilidad de liquidez en moneda nacional redujo la necesidad de operaciones de financiamiento interbancario. Asimismo, las operaciones cambiarias en el mercado interbancario se contrajeron.

Por su parte, el valor de los pagos en moneda extranjera se incrementó en 33,6%, por el mayor nivel de operaciones interbancarias (49,8%), ante la escasez de la liquidez en esta moneda, y la necesidad de las entidades financieras de cumplir con los mayores requerimientos de encaje. Adicionalmente, se registró un mayor dinamismo de las transferencias por cuenta de clientes.



Fuente: BCRP.

81. El ratio de liquidez, que mide la capacidad de los bancos para hacer frente a sus pagos, mejoró de 0,365 en setiembre de 2009 a 0,247 en setiembre de 2010.

El actual nivel del ratio refleja que la banca aumentó sus recursos, que ya venían siendo más que suficientes, para hacer frente a los pagos en el Sistema LBTR en moneda nacional. El mencionado ratio se calcula como el cociente entre los pagos de los participantes procesados por el Sistema LBTR (incluye liquidaciones de otros sistemas) y sus recursos líquidos (fondos en cuenta corriente, depósitos overnight y tenencia propia de valores del BCRP).

La reducción del ratio se debe al aumento de los fondos líquidos, relacionado al paulatino incremento del encaje registrado a partir de julio de 2010 y al aumento del porcentaje mínimo requerido a mantener en las cuentas en el BCRP, que llegó a 3% en septiembre, luego de haberse mantenido en 1% hasta junio de este año. Adicionalmente, los participantes incrementaron su disponibilidad de valores del BCRP, que sirven como colateral para obtener facilidades financieras intradiarias en el Sistema LBTR.

62 Representan alrededor del 49% y 58% del total en moneda nacional y extranjera, respectivamente.



Fuente: BCRP.

82. En julio de 2010, se concluyó la primera fase del proyecto de modernización del Sistema LBTR, con la puesta en producción de su nuevo núcleo⁶³, que cuenta con mecanismos de recuperación más flexibles que favorecen la continuidad operativa ante situaciones de contingencia. Asimismo, la mejora tecnológica y funcional (por ejemplo en el módulo de compra/venta de moneda extranjera) permite una mayor eficiencia en el procesamiento de las transferencias en el Sistema LBTR.

En marzo de 2011, se tiene prevista la implementación de la segunda fase del proyecto, la cual permitiría que los participantes puedan conectar sus canales de atención a clientes (banca corporativa, Internet, cajeros, entre otros) directamente a los servicios del Sistema LBTR, lo que incrementará la eficiencia en sus operaciones. Asimismo, facilitará que las entidades financieras no bancarias puedan acceder a interconectarse directamente con el Sistema, haciendo más seguras y eficientes sus transacciones.

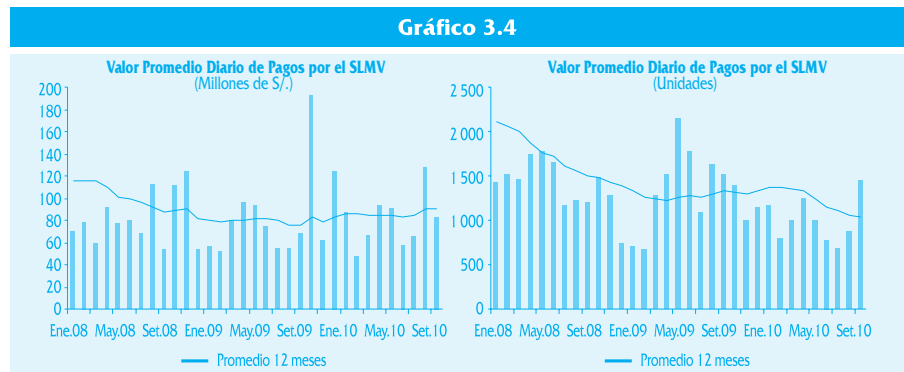
83. El valor de los pagos en el SLMV creció en 19,5% en el período, mientras que el número de operaciones se redujo en 21,3%.

La liquidación de fondos de las operaciones de Rueda de Bolsa creció en 4,3% en valor y cayó en 21,7% en volumen. Esto se explica por operaciones puntuales de gran magnitud: (i) la compra de Edegel por parte de Endesa en octubre de 2009 y (ii) la Oferta Pública de Adquisición de Milpo en agosto de 2010. Las operaciones en Rueda de Bolsa representan el 59,5% del valor y el 99% del volumen total de transacciones procesadas en el SLMV

Por su parte, las operaciones con Valores del Gobierno crecieron en 51,9% en valor y 70,5% en volumen.

63 Corresponde al procesamiento de operaciones del Sistema LBTR.





Fuente: BCRP.

84. La implementación del proceso de integración de las bolsas de valores de Perú, Chile y Colombia, podría dinamizar el desenvolvimiento del SLMV, por la liquidación de fondos de las operaciones a nombre de inversionistas del extranjero.

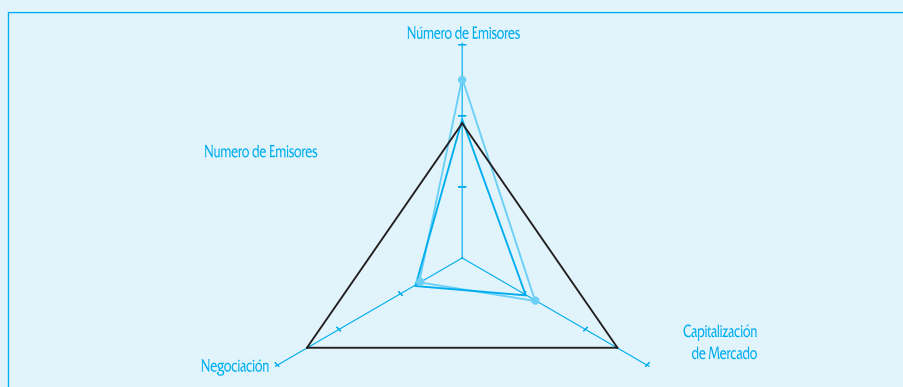
RECUADRO 11 PROCESO DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES DE PERÚ, COLOMBIA Y CHILE.

La Bolsa de Valores de Lima, la Bolsa de Comercio de Santiago y la Bolsa de Valores de Colombia están implementando el proceso de integración de sus segmentos de renta variable. La integración permitirá a los inversionistas participantes de cada uno de estos mercados el acceso a los otros mercados para adquirir acciones de las empresas listadas en ellos. El mercado ampliado producto de la integración de las tres bolsas se denominaría Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y se convertirá en el segundo mercado de América Latina por capitalización bursátil, detrás del brasileño, y en el tercer mercado por monto negociado, detrás de los mercados brasileño y mexicano.

A nivel individual las plazas bursátiles de Perú, Chile y Colombia muestran una desventaja importante con las de Brasil y México, pero el MILA tendrá un peso significativo en Latinoamérica, alcanzando el primer lugar en número de emisores, el segundo lugar en capitalización de mercado y el tercer lugar por montos negociados.

El proceso de integración se realizará en dos etapas. La primera etapa tiene como objetivo una implementación rápida y simple sin afectar la infraestructura operativa, regulación y mantener las prácticas locales. En esta fase, el acceso a las otras bolsas de valores extranjeras desde la bolsa local se realizará a través de un modelo de “enrutamiento intermediado”. La primera fase permitirá, a partir de enero de 2011, que los intermediarios de un país ingresen órdenes o propuestas de compra/venta de valores de renta variable negociados en rueda de bolsa de otro país, a través de los intermediarios locales, los cuales serán los responsables de la negociación y liquidación de las operaciones.

Asimismo, en esta primera etapa, sólo se podrán realizar operaciones al contado con valores de renta variable y la liquidación de los valores de las operaciones se realizará en cuentas globales (ómnibus⁶⁴) que las centrales de depósito extranjeras mantengan en similar entidad local. En dicha cuenta se registrarán además los procesos corporativos. Adicionalmente, con fines informativos y regulatorios, se mantendrá un registro reflejo a nivel de titular, el cual no será parte del registro principal.



La segunda etapa se desarrollará en función de los resultados del avance del proceso de integración en su primera fase. Adicionalmente, en el futuro se podrá incorporar la negociación de instrumentos de renta fija y de derivados.

La creación del MILA tendrá como principales beneficios:

- Mayor liquidez en el mercado secundario (círculo virtuoso de liquidez).
- Mayores posibilidades de diversificación para los inversionistas. Los mercados bursátiles de estos tres países muestran ser complementarios. Así, la Bolsa de Valores de Lima tiene un peso importante de empresas mineras, la Bolsa de Valores de Colombia de empresas petroleras e industriales y la Bolsa de Comercio de Santiago de empresas de servicios y *retail*.
- Mayor facilidad para realizar ofertas primarias, ya que se incrementa la base de inversionistas y se espera una reducción de los costos de capital.
- Mayor tamaño del mercado ampliado, lo que incrementaría la atención internacional y facilitaría la atracción e ingreso de fondos institucionales extranjeros. Asimismo, emisores extranjeros podrían considerar su inscripción en este mercado.
- Mayor flujo de información a inversionistas. Aumento de la investigación y análisis.
- Mayor competencia de las casas de bolsas. Fortalecimiento y consolidación de las mismas. Mayor profesionalización de los agentes de bolsa.

Finalmente, cabe señalar que las operaciones producto de esta integración se liquidarán en el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV), por lo que el proyecto de integración tendría un efecto dinamizador en el SMLV.

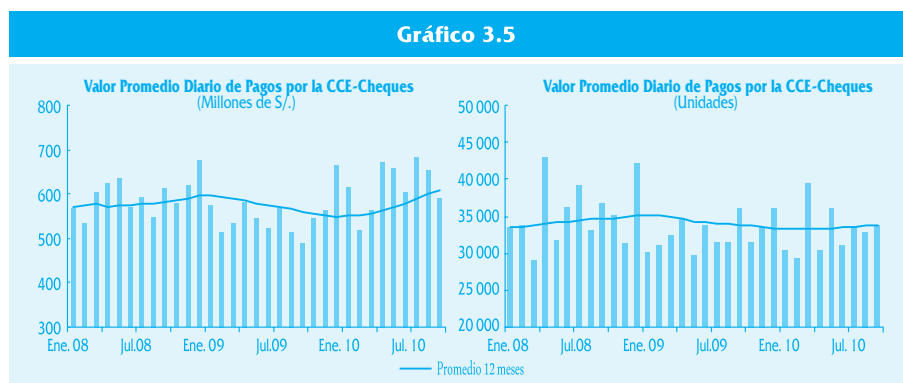
64 Una cuenta ómnibus es una cuenta de valores que combina múltiples cuentas pero que es visto como una sólo para fines de operaciones y registro de valores de los clientes sin identificar la identidad de los mismos.





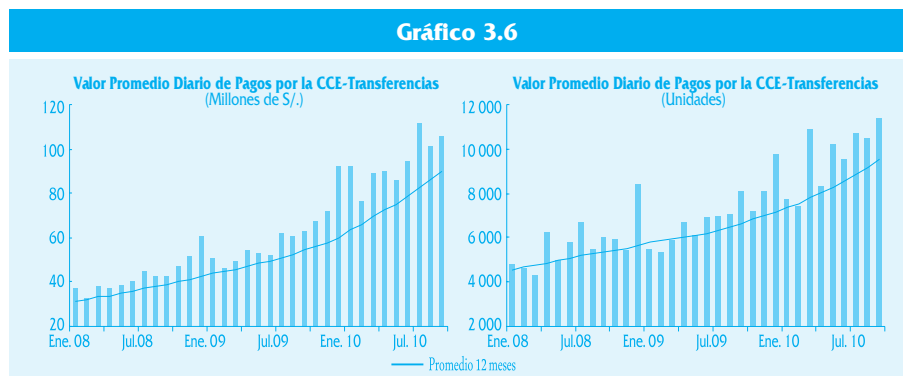
85. La CCE mostró un crecimiento de 14,3% y 7,3% en valor y volumen, respectivamente, resaltando el dinamismo de las transferencias electrónicas, cuyo uso se viene promocionando.

El valor promedio diario procesado de cheques en ambas monedas se incrementó en 9,3% y el volumen en 0,1% en el período, luego de que en los doce meses anteriores se registró una contracción de 4,4% y de 2,5%, respectivamente.



Fuente: BCRP.

En el caso de las transferencias de crédito, el ritmo de crecimiento se aceleró por el mayor uso de los instrumentos electrónicos de pago por parte de la población. Las transferencias de crédito⁶⁵ crecieron en volumen en 43,6% y en valor en 65%, producto del aumento de las transferencias ordinarias (86,1%), de las destinadas para el pago de tarjetas de crédito (37,6%), y de las orientadas al pago a proveedores (27,4%). Cabe resaltar el dinamismo de las transferencias para pago de haberes (96,2%), aunque aún representan sólo el 7,1% del total de transferencias de crédito.



Fuente: BCRP.

65 Las transferencias de crédito pueden ser ordinarias, o para pago de haberes, de proveedores, de CTS y de tarjeta de crédito.

En ese contexto, las transferencias de crédito vieron incrementada su importancia al pasar del 15,1% al 20,5% en el volumen total de transacciones procesadas por los Sistemas de Pagos.

86. Cabe indicar que la tendencia creciente en el uso de transferencias de crédito puede dinamizarse aún más a través de la estandarización del producto. Ello requiere que las entidades financieras brinden el servicio bajo características similares o que exista una mayor difusión de las condiciones en las que cada entidad financiera ofrece el servicio, siguiendo sus propias especificaciones, en cuanto a canales disponibles, horarios e información requerida.

RECUADRO 12 ESTANDARIZACIÓN DEL SERVICIO DE TRANSFERENCIAS DE CRÉDITO

Las transferencias de crédito son un instrumento de pago interbancario ofrecido por las entidades del sistema financiero (ESF) y que es procesado para su compensación en la Cámara de Compensación Electrónica (CCE).

El rápido crecimiento de las transferencias de crédito refleja el creciente interés por parte de los clientes de las entidades ESF por los medios electrónicos de pago, que les permite evitar los riesgos de trasladar efectivo y les da la comodidad de llevar a cabo transferencias de fondos interbancarios, por ejemplo, utilizando Internet, disponiendo el beneficiario de los fondos incluso en el mismo día de ordenada la transferencia, en contraste con el cheque, cuyo procesamiento obliga a que el beneficiario disponga de los fondos al día siguiente.

A partir de una encuesta sobre los servicios de pagos interbancarios realizada por el BCRP, se puede observar que existe la posibilidad de dar un mayor impulso a las transferencias de crédito mediante la homogeneización del producto, esto es, brindando un servicio estándar a los clientes.

Actualmente, las transferencias de crédito pueden ser ordenadas por ventanilla, Internet y/o cajeros automáticos. Sin embargo, no todas las ESF ofrecen todos estos canales para realizarlas. Más aún, algunas ESF sólo operan como receptoras y otras sólo como originantes de determinado tipo de transferencia, limitando así las opciones de sus clientes, quienes se sujetan a los servicios provistos por la entidad en la que mantienen sus depósitos. Tampoco todos los participantes han implementado el aviso al originante que confirme que se llevó cabo el abono de los fondos en la cuenta del cliente beneficiario.

Asimismo, los clientes pueden verse confundidos por las diferencias en los horarios establecidos por cada ESF para recibir una orden de transferencia, así como para abonar los fondos a los beneficiarios. La confusión se extiende incluso por la diferente información que las ESF solicitan a los clientes para poder ordenar una transferencia, por ejemplo, algunas entidades en determinados canales piden el nombre completo del beneficiario y en otros solo requieren el Código de Cuenta Interbancario (CCI).





En ese contexto y con la finalidad de contribuir a la transparencia del mercado, el Banco Central viene publicando en su página Web la calculadora de comisiones, que detalla los diferentes cargos por transferencias de crédito que las ESF cobran, incluyendo las comisiones para los fondos que se envían fuera de la plaza en la que la instrucción fue hecha, por ejemplo, Lima a provincias.

Dicho esfuerzo debe ser complementado por la publicación de las condiciones en las que el servicio se ofrece por parte de los participantes en la Cámara de Compensación Electrónica, favoreciendo el desarrollo de las transferencias de crédito.

87. El BCRP aprobó el Reglamento General de los Sistemas de Pagos y el Reglamento de las Empresas de Servicios de Canje y Compensación (Circular N° 012-2010-BCRP y N° 013-2010-BCRP, respectivamente) en mayo de 2010.

Dichas normas se emitieron con la finalidad de reglamentar la Ley N° 29440 y normar el proceso de autorización de organización y regulación de funcionamiento de las Empresas de Servicio de Canje y Compensación (ESEC), empresas que de acuerdo a la Ley son reguladas por el BCRP.

El Reglamento General de los Sistemas de Pagos tiene como objetivo regular y desarrollar el régimen jurídico establecido en la Ley N° 29440 y contiene principalmente los siguientes aspectos:

- i. Adopta los Principios Básicos para los Sistemas de Pagos de Importancia Sistémica, publicados por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (BIS) y que es el marco internacionalmente aceptado para sistemas seguros y eficientes.
- ii. Establece el proceso para el reconocimiento de los Acuerdos de Pagos como Sistemas de Pagos, de parte o de oficio.
- iii. Señala que la potestad regulatoria y mandatoria del Banco Central se ejerce vía la emisión de reglamentos e instrucciones de obligatorio cumplimiento por los administradores y participantes en los sistemas.
- iv. Implementa la potestad supervisora del Banco Central que implica a) la recolección de información, incluida la autoevaluación de cumplimiento de los sistemas; b) la evaluación respecto al cumplimiento de la Ley y Reglamentos y c) la inducción de mejoras mediante instrucciones de obligatorio cumplimiento.
- v. Señala que los administradores de los Sistemas de Pagos aseguren que éstos funcionen de manera segura, eficiente y bajo condiciones de libre competencia. Para ello se considera los lineamientos, reglas y criterios contemplados en la Ley. Adicionalmente, complementa la Ley al detallar los requerimientos mínimos que deben contener los reglamentos internos que elaboren los administradores.
- vi. Mantiene el momento de aceptación de las órdenes de transferencia señalado para el Sistema LBTR en el reglamento vigente y, en el caso de la CCE, establece

el momento de aceptación cuando las órdenes son ingresadas al Ciclo de Canje y Compensación. A partir del momento de aceptación se aplica la protección que otorga la Ley N° 29440.

- vii. Define el procedimiento para que los recursos que los participantes de los Sistemas de Pagos mantienen en el Banco Central para la liquidación de sus obligaciones en los Sistemas de Pagos sean reconocidos como sujetos a la protección de la Ley.
- viii. Establece infracciones y sanciones y un procedimiento sancionador.

El Reglamento de las Empresas de Servicios de Canje y Compensación, contiene el proceso de autorización de organización y regulación de funcionamiento de las ESEC.

88. Mediante Circular N° 028-2010-BCRP se modificó los límites para las transferencias de crédito. Así, el monto máximo en moneda nacional pasó de de S/. 265 000,00 a S/. 310 000,00 y en moneda extranjera de US\$50 000,00 a US\$60 000,00.

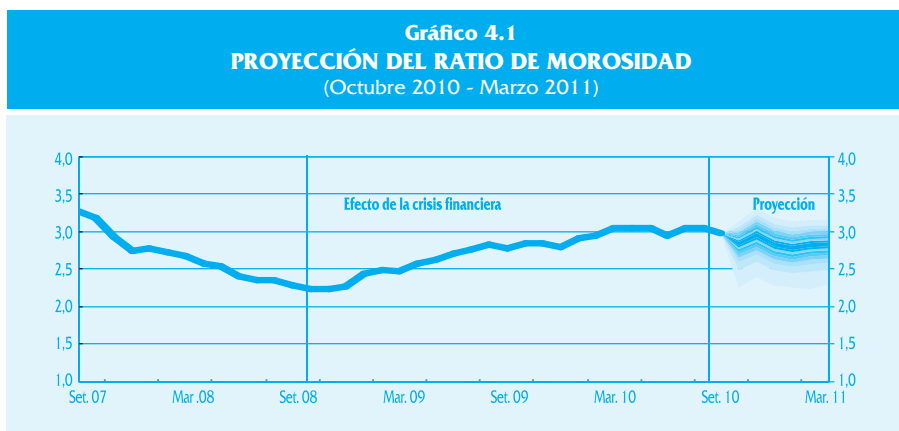




IV. ANÁLISIS DE RIESGOS

89. El riesgo de crédito, medido como la cartera morosa sobre el total de créditos, tendería a disminuir en lo que resta del año.

En el Gráfico 4.1 se presenta la proyección del ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas de la banca, para el periodo octubre de 2010 – marzo de 2011, en términos de su distribución de posibles resultados (*fan chart*)⁶⁶. Ello es consistente con las proyecciones de PBI y tipo de cambio consideradas en el Reporte de Inflación. Asimismo, considera el efecto rezagado de la política crediticia adoptada por los bancos (esto se refleja en la tasa de crecimiento anual de las colocaciones observada 12 meses antes).



Para los próximos seis meses, se prevé una reducción de este ratio, llegando a alcanzar, en diciembre de 2010, un nivel alrededor de 2,83% (escenario más probable). Para el primer trimestre de 2011, se espera que este indicador se estabilice alrededor del nivel proyectado para diciembre de 2010. Además, la asimetría de la función de densidad de la proyección indica que la probabilidad que los valores futuros del ratio de morosidad registren una tendencia a la baja es mayor a la probabilidad que se incrementen.

No obstante, hay factores que podrían incrementar la morosidad:

- a) Un excesivo crecimiento de la demanda interna podría conllevar un rápido incremento del endeudamiento promedio de los prestatarios, principalmente de créditos de consumo, lo que podría generar potenciales problemas de sobreendeudamiento y derivar en ulteriores deterioros de cartera.

⁶⁶ El *fan chart* representa la función de densidad de probabilidad de los valores futuros de una variable. En el caso de la proyección del ratio de morosidad, la función de densidad de pronóstico es asimétrica. Esta asimetría implica que la probabilidad de que los valores futuros de la variable puedan estar por encima o por debajo de la senda central no sea igual.

En este contexto, sería importante que las entidades financieras evalúen su exposición a los riesgos de crédito de sus carteras a lo largo del ciclo económico, contemplando potenciales escenarios de desaceleración del crecimiento económico, aumento de las tasas de interés, variaciones en el tipo de cambio, entre otras variables macroeconómicas.

- b) Un incremento significativo en el precio de diversos alimentos transados internacionalmente podría conllevar un deterioro de los indicadores de calidad de cartera, principalmente de créditos de consumo. En este escenario internacional adverso, se reduciría la capacidad de pago de los deudores minoristas ubicados en los estratos socioeconómicos C y D, cuya canasta de consumo está constituida, en gran parte, por alimentos.
- c) Una lenta recuperación de la economía mundial frenaría el dinamismo de la actividad doméstica, con lo cual la calidad de cartera en el sistema financiero se deterioraría.

90. Los principales riesgos en el escenario internacional son:

- a) Que los desequilibrios fiscal y monetario en los países desarrollados, especialmente en la economía americana, se mantengan por un tiempo largo y generen tensiones cambiarias y comerciales a nivel global. La apreciación del euro y del yen respecto al dólar se extienda al yuan, lo que eleva el nivel de tensión, por los efectos negativos en el nivel de competitividad comercial de los países de la Zona del Euro y de Japón, en un contexto en que los Estados Unidos presiona por mejorar su balanza comercial. Tal situación puede conducir a eventuales impulsos proteccionistas aunque éstos se verían mitigados por la toma de conciencia de sus efectos negativos y por el rol devastador que esas políticas tuvieron en la gran depresión de los años treinta.
- b) La reducción en la tasa de crecimiento mundial de mediano plazo luego de la crisis financiera reciente. La actual desaceleración de la recuperación de las economías desarrolladas sugeriría que el proceso de recomposición del ahorro y del consumo de los hogares (“desapalancamiento”) podría prolongarse por más tiempo que el esperado.⁶⁷ Ello reduciría la tasa de crecimiento de mediano plazo de economías emergentes como la peruana.
- c) Un aumento en la prima de riesgo de la deuda de países desarrollados (europeos, principalmente) por la incertidumbre de que no se logren consolidar las reformas

⁶⁷ La recuperación en países desarrollados y emergentes se prolongó por 7 años, en promedio, luego de crisis financieras. “*After the Fall*” Reinhart, et.al. *NBER Working Papers*. Set. 2010.





necesarias (sistema de pensiones, por ejemplo) para estabilizar la deuda pública como porcentaje del PBI.⁶⁸ Ello encarecería las fuentes de financiamiento del sistema bancario y del sector corporativo de economías emergentes, como la peruana, a través del incremento de la aversión al riesgo.

91. Una eventual desaceleración de la actividad económica interna, asociada a un potencial deterioro del entorno internacional, podría afectar negativamente los indicadores de riesgo de crédito y rentabilidad del sistema financiero.

En este escenario, las entidades más afectadas serían las no bancarias, que actualmente vienen registrando indicadores de morosidad relativamente elevados, bajos niveles de rentabilidad y poca flexibilidad en el ajuste de sus costos financieros y gastos operativos. Ello se explica, en parte, por la elevada participación de algunas de estas entidades en los segmentos de créditos a la mediana empresa y pequeña empresa, en donde enfrentan una alta competencia por parte de los bancos y obtienen bajos rendimientos.

92. La liquidez del sistema financiero podría ser afectada por un repentino cambio en las expectativas cambiarias, a nivel global, que vuelva altamente volátiles los recursos externos de corto plazo que han ingresado a la economía peruana en los últimos meses.

En un eventual escenario de tipo de cambio al alza, se incrementaría la demanda por operaciones *forward* compra de moneda extranjera por parte de los poseedores de títulos en moneda nacional (como, por ejemplo, los no residentes) y por operaciones *forward* venta de las entidades bancarias. Ello conllevaría a que los bancos incrementen sus necesidades de liquidez en moneda nacional para financiar la compra de dólares en el mercado *spot* y, así, realizar la cobertura de sus operaciones *forward* venta o compensar la reducción de los *forward* compra.

En tal escenario, podría también ocurrir una reversión en el flujo de adeudados con el exterior de corto plazo, lo que puede incrementar las situaciones de estrés de liquidez en la banca. No obstante ello y a diferencia de la crisis de fines de la década de 1990, el sistema bancario se encuentra en una posición menos vulnerable, debido a la menor participación de los adeudados externos de corto plazo como fuente de fondeo, y a las sucesivas modificaciones en las disposiciones de encaje.

68 Según el FMI, Grecia, Italia, Japón y Portugal ya no tendrían un espacio fiscal (deuda pública límite menos deuda pública actual) para realizar políticas contracíclicas. EE.UU., España, Irlanda, Islandia y el Reino Unido Países tendrían un espacio fiscal limitado. "Fiscal Space", Ostry, et.al. SPN/10/11. Setiembre de 2010.

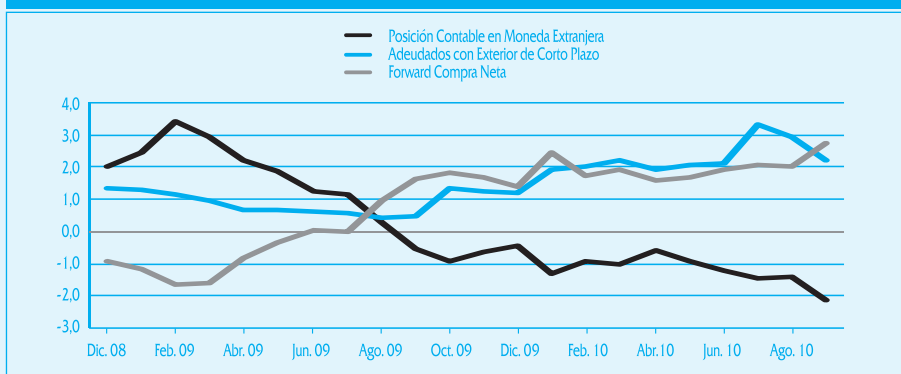
RECUADRO 13
EVOLUCIÓN DE LOS ADEUDADOS CON EL EXTERIOR DE CORTO PLAZO, LA POSICIÓN DE CAMBIO CONTABLE Y LA POSICIÓN FORWARD DE MONEDA EXTRANJERA.

En lo que va del año, se ha observado un incremento de los adeudados con el exterior de corto plazo (con vencimiento menor a 1 año) en la banca, tendencia que se ha revertido parcialmente a partir de agosto con el establecimiento de mayores requerimientos de encaje a estas obligaciones. El aumento de los adeudados con el exterior de corto plazo tiene una alta correspondencia con la disminución de la posición de cambio contable en moneda extranjera de los bancos y el aumento de la posición en operaciones de compra neta de moneda extranjera en el mercado *forward*.

Los bancos utilizan el endeudamiento con el exterior, en parte, para financiar la cobertura de sus operaciones *forward* compra de moneda extranjera. La moneda extranjera obtenida es vendida en el mercado *spot* (presionando a la baja el tipo de cambio) con la finalidad de bajar la posición de cambio global que subió por la compra *forward*.

En los últimos meses, los inversionistas no residentes se han ido convirtiendo en importantes contrapartes de la banca en el mercado *forward* de moneda extranjera, apostando a una mayor apreciación del Nuevo Sol al tomar posiciones de venta a futuro, bajo la modalidad *non delivery forward* o "sin entrega" (en los cuales se liquida, al vencimiento del contrato, la diferencia entre el tipo de cambio *forward* pactado y el de mercado)⁶⁹. Estas posiciones *forward* venta tienden a exacerbar las presiones a la baja del tipo de cambio, en la medida que la banca efectúa coberturas de sus correspondientes posiciones *forward* compra vendiendo dólares en el mercado al contado.

POSICIÓN DE CAMBIO CONTABLE, POSICIÓN FORWARD COMPRA NETA Y ADEUDADOS CON EL EXTERIOR DE CORTO PLAZO DE LA BANCA
 (Miles de millones de US\$)



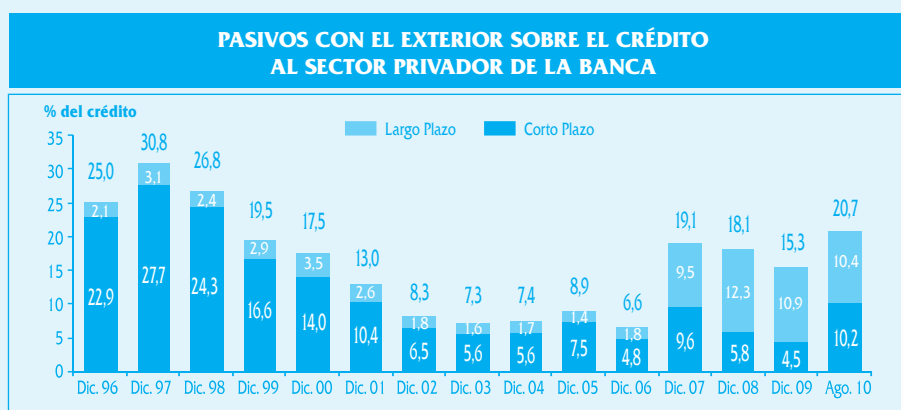
Fuente: BCRP.

69 Cabe indicar que un parte de los inversionistas no residentes también se ha posicionado en títulos del Tesoro Público en moneda nacional. Con ello, además de apostar por la apreciación cambiaria, buscan obtener ganancias por el diferencial entre las tasas de interés domésticas e internacionales (este tipo de operaciones se conocen como "carry trade").





Este creciente endeudamiento externo de corto plazo expone al sistema financiero a una alta dependencia externa que, de continuar, podría incrementar los riesgos que afronta; ya que estos pasivos, al ser de corto plazo, registran alta volatilidad en épocas de turbulencia financiera. No obstante ello y a diferencia de la crisis financiera de fines de la década de 1990, los pasivos con el exterior de corto plazo han reducido su participación como fuente de financiamiento del crédito (27,7% en diciembre de 1997 versus 10,2% en agosto de 2010).



Fuente: BCRP.

Los riesgos que afronta el sistema financiero ante un retiro repentino de los adeudados con el exterior de corto plazo se derivan de los riesgos de crédito (si los recursos han sido otorgados a prestatarios que entran en morosidad), de liquidez (si el plazo de vencimiento de los activos en los que se han invertido estos recursos es mayor al de los adeudados, de modo que una salida abrupta de los recursos pueda generar una situación de restricción crediticia o “credit crunch”) y cambiario (si los recursos se han invertido en una moneda distinta, por lo que al convertirlos a la moneda del adeudado se pueda incurrir en pérdidas).

Cabe indicar que los mayores requerimientos de encaje a los adeudados con el exterior de corto plazo han aminorado significativamente la exposición ante eventuales retiros de estos fondos,⁷⁰ constituyéndose en una importante medida de regulación macroprudencial.

Adicionalmente y con fines macroprudenciales que permitan preservar la estabilidad financiera, es conveniente que se evalúe la posibilidad de regular las operaciones con derivados de moneda extranjera.⁷¹ La aplicación de dicha regulación permitiría disminuir la necesidad de cobertura de estas operaciones por parte de la banca, y por lo tanto los riesgos de liquidez que se generan por posiciones largas en *forward*.

70 La tasa de encaje medio de los créditos del exterior sujetos a encaje (con plazo promedio menor a 2 años) fue de 50,81% en el mes de setiembre de 2010.

71 El 15 de octubre, la SBS ha prepublicado un proyecto de resolución que modifica el Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario (Res. SBS N° 1455-2003 y sus modificatorias). La modificación establece la creación de un límite a la posición neta en derivados de moneda extranjera de 25% del patrimonio efectivo o de S/. 500 millones, el que resulte mayor.

93. Un eventual escenario de depreciación del Nuevo Sol también revertiría la tendencia decreciente que se viene registrando en el grado de dolarización de las colocaciones y depósitos del sistema financiero, e incrementaría la exposición al riesgo cambiario crediticio de las entidades financieras.

Un alza del tipo de cambio podría afectar la capacidad de pago de aquellos prestatarios (empresas y/o familias) que generan ingresos en moneda nacional y que mantienen sus pasivos en dólares (efecto “hoja de balance”). Por ello, es necesario que las entidades del sistema financiero incorporen explícitamente este riesgo en sus modelos internos de asignación crediticia.

94. Una mayor disminución en las tasas de interés activas de las entidades no bancarias haría que la recuperación de sus utilidades sea más lenta, lo que podría limitar su capacidad de crecimiento.

Las entidades no bancarias, excepto las financieras, vienen registrando menores ingresos financieros, por efecto de la reducción de sus tasas interés activas y del deterioro en la calidad de su cartera. Estos menores ingresos no han sido adecuadamente compensados con un ajuste en sus costos financieros y en sus gastos operativos, tal como ha ocurrido en la banca.

A ello se suma el efecto de la activación de la regla de requerimiento de provisiones procíclicas.⁷² La constitución de estas provisiones, a partir de octubre de 2010, disminuiría las utilidades más rápidamente en aquellas entidades que actualmente registran un saldo de provisiones genéricas cercano al nivel mínimo requerido (provisiones obligatorias).

95. Un factor que afecta la posición financiera de las cajas municipales es la estructura de su gobierno corporativo. Ante un eventual choque sistémico de liquidez y/o de solvencia, estas entidades tendrían un limitado respaldo patrimonial de sus propietarios (los municipios o gobiernos locales), que usualmente son entidades deficitarias de recursos. Asimismo, la incorporación de un socio estratégico es poco viable, pues éste no tendría representación en el Directorio a menos que disponga de más del 50% de las acciones de la entidad. En ese sentido, la experiencia española reciente, en cuanto a medidas de integración de entidades financieras, brinda una serie de lecciones para el sistema de cajas municipales peruano.

72 La regla procíclica es una medida establecida por la SBS que hace que a la tasa de provisión genérica (componente fijo) correspondiente a la categoría de riesgo Normal se añada un componente adicional (componente procíclico). Dicho componente se activa si se cumple uno de los tres criterios de activación, establecidos en la Resolución SBS N° 11356-2008, los que dependen de la evolución de la variación porcentual anualizada del PBI.





RECUADRO 14 MEDIDAS ADOPTADAS EN ESPAÑA PARA ATENDER PROBLEMAS DE SOLVENCIA EN SU SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero español viene siendo afectado por la desaceleración de la actividad económica, lo que se ha reflejado en el deterioro de la calidad de cartera (el ratio de los créditos con atrasos de más de 90 días sobre el total de colocaciones ha aumentado de 4,6% en junio de 2009 a 5,3% en junio de 2010) y de los indicadores de rentabilidad (el ROA se redujo de 0,7% a 0,4% en el mismo período).

Las entidades más afectadas han sido las cajas de ahorro, ya que tienen una mayor exposición relativa que los bancos al sector hipotecario, el más afectado por la crisis. Cabe señalar que dichas cajas, además de conceder créditos a las pequeñas y medianas empresas, así como a las familias, orientan parte de sus utilidades a obras sociales. Asimismo, sus órganos de gobierno están conformados por representantes de las municipalidades, los clientes y los empleados.

Para mitigar los efectos negativos de la desaceleración económica sobre el sistema financiero, las autoridades españolas han implementado medidas para facilitar el ajuste. Entre ellas, destacan:

- La creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), constituido con un patrimonio de € 9 000 millones⁷³ y diseñado para cumplir dos objetivos: primero, la intervención de las entidades con problemas de solvencia; y, segundo, la promoción de integración entre entidades viables mediante el acceso a inyecciones de capital.
- El establecimiento de los Sistemas Institucionales de Protección (SIP), que representan acuerdos contractuales, legalmente vinculantes, de solidaridad entre entidades para afrontar problemas de liquidez y solvencia de alguno de sus integrantes. El acuerdo establece al menos dos condiciones: (i) el compromiso, como mínimo, del 40% del patrimonio de cada entidad; y, (ii) la existencia de una instancia central que adopte las medidas de control interno y de gestión de riesgos para todas las entidades.

En julio de 2010, se modificó la normativa de las cajas de ahorro a fin de facilitar y promover una mejor configuración de estas entidades ante la crisis, en los siguientes aspectos:

- Para reforzar su capitalización: las cajas podrán emitir títulos que contengan derechos de voto en sus órganos de gobierno hasta por un monto equivalente al 50% del patrimonio.
- Dos nuevas alternativas para fortalecer el modelo de negocios: (i) el ejercicio indirecto de su negocio financiero, traspasando dicho negocio a un banco y convirtiéndose en accionista de esta última entidad; y, (ii) la transformación de la caja en una fundación de carácter social, traspasando su negocio financiero a otra entidad de crédito.

73 En noviembre de 2009, el FROB incrementó su patrimonio a € 12 000 millones, emitiendo bonos con aval del Estado en los mercados de capitales internacionales.

- Para mejorar su gobierno corporativo: la profesionalización de sus órganos de gobierno, incentivando su dedicación a los intereses de la caja. Así, se establece la incompatibilidad de un cargo en el órgano de gobierno de las cajas con el de cualquier cargo político y se reduce el límite de participación de las administraciones públicas en dichos órganos de gobierno, de 50% a 40%.

A setiembre de 2010, la mayoría de cajas de ahorro ha afrontado procesos de reestructuración. En los procesos de integración con recursos del FROB, destaca la fusión de la Caja Cataluña, la Caja Tarragona y la Caja Manresa, con lo que formarían la cuarta caja de ahorros por nivel de activos. En los procesos de integración a través del SIP, destaca la fusión entre las Cajas Madrid, Bancaja y otras cinco más pequeñas, constituyéndose así en la caja más grande del sistema financiero español.

Lecciones para el Sistema Financiero Peruano

En el Perú, la estructura de gobierno corporativo de las cajas municipales (CM) presenta algunas deficiencias por el hecho de que sus actuales propietarios (los municipios) son entidades usualmente deficitarias de recursos. Asimismo y pese a que las CM ya se han convertido en sociedades anónimas, la incorporación de un socio estratégico es poco viable, ya que para que éste tenga representación efectiva en el Directorio necesita una participación accionaria mayor al 50%. Ello se debe a que la estructura del Directorio de las CM⁷⁴ sólo podría modificarse si es que el nuevo inversionista tuviese la mayoría de las acciones de la entidad, en cuyo caso la elección del Directorio se realizaría conforme a lo establecido en la Ley General de Sociedades.

En ese sentido, la experiencia española en cuanto a medidas de integración de entidades financieras brinda una serie de lecciones para el sistema de cajas municipales peruano:

- Ante eventuales problemas financieros en las CM, un programa similar a los SIP sería útil para generar sinergias y afrontar estos problemas durante el tiempo necesario para que las entidades integradas bajo el SIP mejoren su posición financiera individual e incorporen socios estratégicos. Cabe indicar que los SIP también podrían ser un paso inicial de integración para aquellas entidades que buscan como objetivo final su fusión definitiva.
- La separación de las actividades financiera y social sería una alternativa de organización institucional de las CM, a fin de que estas entidades racionalicen de mejor manera su gestión.
- La obligación de que la elección del Directorio de las CM refleje permanentemente la estructura accionaria de la entidad. Así, la emisión de títulos que contengan derechos de voto en los órganos de gobierno permitiría ampliar sus opciones de capitalización y, con ello, la incorporación de socios estratégicos.

74 En el caso de las cajas municipales de ahorro y crédito (CMAC), el Directorio está conformado por dos representantes de la mayoría y uno de la minoría de los correspondientes concejos municipales (excluidos los regidores); un representante del clero; uno de COFIDE o del Banco de la Nación; uno de la Cámara de Comercio; y el último, de los pequeños comerciantes o productores. En el caso de la Caja Municipal de Crédito Popular de Lima, todos los integrantes del Directorio son elegidos por el Concejo Municipal.





96. El crecimiento previsto de los fondos administrados por los inversionistas institucionales puede generar una demanda por instrumentos de inversión que exceda significativamente la oferta de los mismos. La disponibilidad de mayores recursos por parte de los inversionistas institucionales sea por nuevos aportes o por el retorno de los activos financieros que poseen⁷⁵ puede generar un exceso de demanda. La falta de oportunidades de inversión se acentuaría si el ritmo de incorporación de nuevos emisores y el incremento de los montos emitidos se mantiene en los niveles actuales.

De igual modo, la lentitud en los procesos de concesión y desarrollo de proyectos de infraestructura pública impide que las AFP destinen mayores recursos a financiar estos proyectos. Asimismo, la regulación restrictiva respecto a las posibilidades de inversión de los inversionistas institucionales y la limitación de nuevos instrumentos financieros locales para que puedan ser adquiridos (como nuevos títulos de renta variable local para las AFP) presionaría aún más la demanda sobre los activos financieros disponibles.

Estos resultados afectarían la rentabilidad futura de los agentes superavitarios de capital como los afiliados al Sistema Privado de Pensiones e influenciarían negativamente en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos dada la baja remuneración al capital.

97. El portafolio de los inversionistas institucionales no presenta una adecuada diversificación y liquidez dado la concentración en un número limitado de instrumentos y de emisores. Los principales inversionistas institucionales copan las nuevas emisiones o la colocación primaria de un nuevo instrumento financiero.

Los inversionistas institucionales mantienen hasta el vencimiento la mayoría de los instrumentos adquiridos (“*buy and hold*”) ya que no existen suficientes alternativas de inversión para reemplazarlos en caso de venderlos. A su vez como estos instrumentos no son negociados activamente con posterioridad a su fecha de adquisición, la liquidez de los mercados secundarios es reducida generando que el portafolio de los inversionistas sea en su mayor parte ilíquido.

Los problemas de concentración y de iliquidez del portafolio de las AFP se agravarían cuando las inversiones en el exterior lleguen a su tope. Por lo que se debe permitir que los inversionistas institucionales puedan diversificar una mayor parte de su portafolio en los mercados financieros del exterior.

98. El dinamismo del mercado de deuda privada podría limitarse por la existencia de una curva de referencia de bonos soberanos incompleta. La ausencia de

⁷⁵ Por ejemplo, el flujo de recursos por invertir se incrementa por las amortizaciones y el pago de los cupones de los bonos o por los dividendos de las acciones pertenecientes al portafolio.

cotizaciones de los bonos soberanos en todos los tramos de la curva dificulta la valorización de las nuevas emisiones del sector privado. En particular, se requieren de mayores referencias para plazos menores a los siete años.

99. El BCRP ha dado un mayor desarrollo al marco jurídico de los Sistemas de Pagos.

La estructura basada en la Ley del Sistema de Pagos y de Liquidación de Valores (Ley N° 29440), que protege las órdenes de transferencia de fondos y valores, se desarrolló mediante la aprobación del Reglamento General de los Sistemas de Pagos (Circular N° 012-2010-BCRP), que implementa las funciones otorgadas al BCRP por dicha Ley, y del Reglamento de las Empresas de Servicios de Canje y Compensación (Circular N° 013-2020-BCRP) que contiene el proceso de autorización de organización y regulación de funcionamiento de las ESEC.

100. La modernización del Sistema LBTR, implantada en su primera etapa, coadyuva a la mayor eficiencia y seguridad de todos los Sistemas de Pagos, ya que en él se liquidan las operaciones de la CCE y del SLMV. Las mejoras tecnológicas del Nuevo LBTR facilitarán el proceso de automatización de operaciones de la banca con sus clientes, favoreciendo la eficiencia de sus operaciones, así como el establecimiento de mecanismos de recuperación más flexibles que fortalecen la continuidad operativa frente a situaciones de contingencia.





V. ESTUDIOS

V.1 Midiendo el Riesgo de Asignación del Crédito Bancario a las Empresas⁷⁶

La asignación de crédito por parte de los bancos está en función principalmente de los flujos de efectivo que tendrá el prestatario en el futuro, de su patrimonio y del riesgo de impago. En ese sentido, las entidades reguladoras estarían interesadas en medir el riesgo de asignación de fondos con la finalidad de tener indicios de malas políticas crediticias y diseñar aquellas que preserven la estabilidad del sistema financiero, en tanto que una asignación de crédito a sectores riesgosos compromete la solvencia de las entidades bancarias a través del incremento en su cartera morosa.

Una manera de evaluar el riesgo de asignación es a través de la compilación de datos mensuales sobre los créditos asignados a cada prestatario y una medida del riesgo de impago. Sin embargo, la realización de dicha tarea es casi imposible dada la información disponible, por lo que en este artículo se propone la construcción de un índice de manera agregada al cual llamaremos Índice de Riesgo de Asignación de Crédito a las Empresas (IRACE), construido a partir de los datos de créditos comerciales y a la microempresa por sector económico publicados por la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS), y de los datos del PBI Sectorial publicados por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).⁷⁷

En un sentido amplio, el índice propuesto pertenece al conjunto de indicadores de riesgo crediticio, pero a diferencia de los tradicionalmente usados (cartera morosa / colocaciones brutas ó la calificación de cartera según categoría de riesgo del deudor), éste no mide la calidad de cartera de los bancos o el comportamiento de los prestatarios frente a los créditos recibidos, sino qué tan prudentes vienen siendo los bancos en la asignación de fondos a las empresas.

Estadísticamente, el IRACE es equivalente a la suma de las participaciones de los créditos a las empresas por sector económico en cada mes, ponderada por la volatilidad asociada a cada sector económico. La volatilidad se mide como la desviación estándar de la tasa de crecimiento anual del PBI de dicho sector durante el periodo 1996 – 2006, el cual trata de abarcar un ciclo económico con la finalidad de que los estadísticos sean representativos. Finalmente, el resultado se normaliza a 100 para el periodo 2001:

$$IRACE = \sum_{j=1}^N \sigma_j \alpha_{jt} \quad t = 1, \dots, T.$$

⁷⁶ Estudio elaborado por Freddy Espino (freddy.espino@bcpr.gob.pe)

⁷⁷ Un problema que enfrenta esta metodología es que no hay certeza de que la muestra de empresas de la SBS sea la misma que la de los datos presentados por el BCRP, por lo que los resultados serían aproximados.

Donde N representa el número de sectores económicos, T el número de meses, α_{jt} la proporción del crédito asignado al sector económico j en el momento t , y σ_j la volatilidad histórica del sector económico j .

Todo incremento (disminución) del indicador significa que los bancos han asignado y/o vienen asignando crédito a sectores más (menos) riesgosos, ya que la estructura de créditos por sector económico refleja tanto créditos nuevos como créditos otorgados en el pasado. Dicha asignación puede deberse a tres factores: (i) a la rentabilidad esperada de ese sector: una expectativa positiva (negativa) incrementará (disminuirá) la proporción del crédito asignado; (ii) a la variación de la demanda por la aparición o desaparición de empresas en los diversos sectores económicos; y (iii) a la mala o buena práctica de asignación de fondos por parte de los bancos, relacionada con política prudenciales.

El Cuadro 1 muestra un resumen de los datos usados para la construcción del IRACE, correspondiente al periodo de enero de 2001 hasta agosto de 2010, en el cual se observa que el sector que recibe mayor proporción del crédito es Manufactura, que a su vez es el quinto más volátil y el tercero de mayor peso en la construcción del PBI.

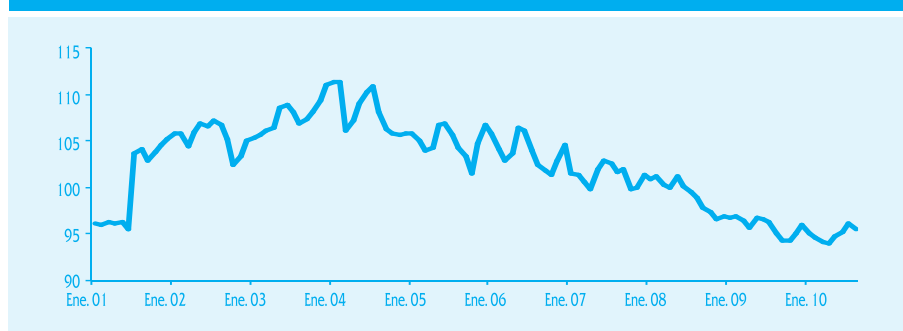
CUADRO 1
INSUMOS PARA LA ELABORACIÓN DEL IRACE
(En porcentaje)

Sectores Económicos	Crédito Promedio 1/	Ranking	Volatilidad	Ranking	Peso en el PBI	Ranking
Agropecuario	3,77	6	5,61	4	7,79	4
Pesca	3,03	7	31,45	1	0,45	8
Minería e hidrocarburos	6,04	4	7,57	3	5,72	6
Manufactura	31,79	1	5,54	5	14,33	3
Electricidad y agua	5,65	5	4,27	7	2,02	7
Construcción	2,99	8	10,18	2	6,23	5
Comercio	19,17	3	5,35	6	14,85	2
Otros servicios	27,57	2	3,86	8	48,61	1

1/ Participación promedio en el crédito MES y Comercial durante el periodo enero 2001 - agosto 2010.

Fuente: SBS, BCRP.

Gráfico 1
IRACE
(Año 2001 = 100)



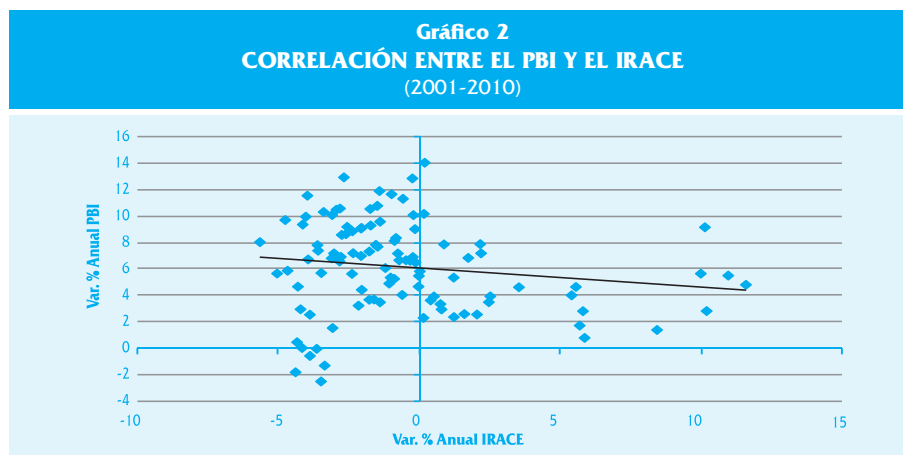
Fuente: BCRP.





Por otro lado, el Gráfico 1 nos muestra la evolución del IRACE desde enero de 2001 hasta agosto de 2010, periodo en el que se puede distinguir claramente una tendencia alcista durante los primeros tres años, para luego mostrar una tendencia decreciente hasta los últimos datos estimados. La evolución de los primeros tres años se puede explicar por el deterioro de los créditos asignados a sectores más riesgosos a inicios de la década de 2000, como efecto de las crisis financieras internacionales y el fenómeno de El Niño que afectaron considerablemente a la economía doméstica de fines de la década de 1990;⁷⁸ mientras que la tendencia decreciente observada desde fines de 2003 se explicaría, en parte, por la conducta prudencial adoptada por los bancos a partir de la experiencia de las crisis financieras internacionales y a la implementación del nuevo esquema regulatorio (Basilea). En particular, los bancos empezaron a tener áreas de análisis de riesgo, lo cual mejoró la asignación de crédito.

En un entorno de crecimiento económico, se espera que los bancos asignen créditos a empresas más riesgosas, debido a que bajo ese entorno los bancos son proclives a buscar más rentabilidad y a perder de vista el riesgo de impago de las empresas. De esta manera, una relación positiva (negativa) entre el IRACE y el PBI nos daría indicios que los bancos vienen asignando crédito de manera inadecuada (adecuada) a las empresas. Como muestra el Gráfico 2, el coeficiente de correlación entre el PBI y el IRACE es negativo (-0,2), con lo que se tiene evidencia de que los bancos vienen siendo prudentes en la asignación de crédito en un entorno de crecimiento económico.⁷⁹



Fuente: BCRP y SBS.

- 78 Una referencia sobre los efectos de la crisis financiera de fines de la década de 1990 se puede encontrar en Arnoldo Rozenberg (2000) "Efectos de la Crisis Económica y Financiera Internacional, de 1997 a 1999, en la Balanza de Pagos del Perú", Documento de Trabajo N° 186, Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 90 pp.
- 79 Podría intuirse que la relación entre el PBI y el IRACE estaría liderado por aquellos sectores que pesan más en el PBI y que a su vez tienen la menor volatilidad histórica. En ese sentido, el cuadro 1 nos da una pista: el sector económico que tiene mayor ponderación en el PBI es Otros Servicios (48,61%), el cual a su vez tiene la menor volatilidad histórica (3,86%) y es el segundo sector al que más se le asigna crédito (27,69%). No obstante, durante la muestra de estudio, los sectores que más crecieron en promedio fueron construcción (2° más volátil), comercio (6° más volátil) y manufactura (5° más volátil); por lo que se concluye que no necesariamente el crecimiento económico estuvo liderado por los sectores menos volátiles históricamente.

Es importante recalcar que no se debe inferir que los bancos deban disminuir sus colocaciones en los sectores económicos que tengan una volatilidad histórica mayor, sino que se recomienda que las autoridades deban tener la información oportuna sobre la asignación de crédito con el objeto de identificar anticipadamente malas políticas de asignación de crédito por parte de los bancos. En este sentido, el IRACE debería formar parte del conjunto de información para preservar la estabilidad financiera.

Conclusiones

Se puede concluir que tener información acerca del riesgo de cada prestatario, del crédito asignado a cada uno y de su evolución a través del tiempo sería importante para las entidades reguladoras con el fin de evaluar la calidad de asignación del crédito, y con ello, diseñar políticas para preservar la estabilidad del sistema financiero. No obstante, debido a que es casi imposible contar con esa información, en este artículo se construye un índice agregado de riesgo de asignación de crédito a las empresas. Los resultados indican que los bancos han venido asignando crédito de manera prudente, en un entorno de crecimiento económico.

V.2 Ciclos Económicos y Riesgo de Crédito: Un Modelo Umbral de Proyección de la Morosidad Bancaria en el Perú⁸⁰

1. Introducción

Debido a que los créditos constituyen la mayor parte del activo de los bancos y la principal fuente de sus ingresos financieros, la adecuada administración del riesgo de crédito de las entidades financieras (en adelante RC) es uno de los factores más relevantes que debe monitorear los organismos encargados de la supervisión de la estabilidad financiera.

Existe una extensa literatura empírica que estudia los determinantes del riesgo de crédito. Un grupo de investigaciones estudian los determinantes macroeconómicos; tales como, los salarios, la tasa de desempleo y alguna medida de la actividad económica. En economías con dolarización financiera, adicionalmente, se ha incluido al tipo de cambio (Jiménez, 2002 y Azabache, 2005). Otras investigaciones centran su análisis en factores microeconómicos, donde se incluyen variables *proxy* de la actitud de los gestores frente al riesgo, la política de crédito y el tipo de negocio. Un tercer grupo de investigaciones incluye ambos factores en sus modelos.

Una cuestión relevante es que estos modelos asumen una relación lineal entre el riesgo de crédito y sus determinantes. Sin embargo, estudios recientes encuentran

80 Estudio elaborado por Pablo Azabache (pablo.azabache@bcrp.gob.pe)





que esta relación podría ser no-lineal (Gasha y Morales, 2004 y Marcucci y Quagliariello, 2009). En general, estas investigaciones encuentran que el impacto de las condiciones macroeconómicas sobre el riesgo de crédito depende de la fase en que se encuentre el ciclo económico.

El objetivo de este estudio es realizar proyecciones del ratio de morosidad del sistema bancario peruano, variable *proxy* del riesgo de crédito. Estas proyecciones permiten estimar el gasto en provisiones y su efecto sobre la rentabilidad del sistema bancario. Para el logro de este objetivo, se construye un modelo umbral del riesgo de crédito. Los resultados de la proyección se presentan en términos de la función de densidad estimada para la morosidad (*fan chart*). Finalmente y a través de diversos estadísticos de bondad predictiva, se comprueba que la proyección de la morosidad usando el modelo umbral es más precisa que las proyecciones realizadas con modelos lineales alternativos.

2. Modelo umbral del riesgo de crédito

La construcción del modelo de proyección se basa en la siguiente hipótesis: tanto la magnitud como el efecto de los choques macroeconómicos sobre el riesgo de crédito dependen de la fase del ciclo económico en que se encuentra la economía. Sobre la base de esta hipótesis el modelo del riesgo de crédito puede ser escrito como:

$$rc_t = (\theta_{01} + \varphi_{11}rc_{t-j} + \delta_{11}CF_t + \delta_{21}Col_t + \delta_{31}TC_t)I_{(ciclo\ t \leq y)} + \dots \\ \dots + (\theta_{02} + \varphi_{12}rc_{t-j} + \delta_{12}CF_t + \delta_{22}Col_t + \delta_{32}TC_t)I_{(ciclo\ t > y)} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Donde:

rc = ratio de morosidad, variable *proxy* del riesgo de crédito.

CF = promedio móvil últimos 30 meses, de la variación anual del PBI. Debido a la estrecha relación entre la variación del PBI con el flujo de caja de los deudores, esta variable puede ser considerada como una *proxy* de la evolución promedio de la capacidad de pago de los deudores.

TC = variación 12 meses del tipo de cambio.

Col = variación 12 meses de las colocaciones.

ε = término de error o perturbación.

En la ecuación (1), los coeficientes de las variables explicativas cambian dependiendo si la economía está atravesando por un periodo de contracción (régimen 1) o una etapa de expansión (régimen 2).⁸¹ Los regímenes son aproximados comparando la brecha producto⁸² del periodo t , denotado por $ciclo_t$, con un valor umbral de esta

81 En cada coeficiente, el primer sub índice representa a la variable y el segundo subíndice representa el régimen al que pertenece. Por ejemplo, δ_{12} indica la variable uno en el segundo régimen.

82 Definida como la diferencia entre el PBI observado y su nivel potencial.

variable, y . Es decir, se está en el régimen de contracción cuando ($ciclo_t \leq y$) y se pasa al régimen de expansión cuando ($ciclo_t > y$). En (1), esto opera a través de la función indicador $I_{(.)}$. Cabe mencionar, que la brecha producto es aproximada mediante una tendencia cuadrática.⁸³

Por motivos de exposición se reescribe la ecuación (1) de forma más compacta:

$$rc_t = \beta'_1 Z_t I_{(ciclo_t \leq y)} + \beta'_2 Z_t I_{(ciclo_t > y)} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Donde β'_1 y β'_2 denotan los vectores de parámetros de las variables que explican el rc en los regímenes de contracción y de expansión respectivamente; y Z_t representa el vector de variables explicativas. En el modelo es posible que las variables Col y TC estén correlacionadas con el término de perturbación⁸⁴; por lo que el vector de variables explicativas es dividido en dos: $Z_t = (Z_{1t}, Z_{2t})$. Donde Z_{1t} incluye a las variables que están correlacionados con ε , y Z_{2t} incluye a las variables no correlacionados con ε .

Debido a que el tamaño y el signo de las variables explicativas dependen del estado de la economía, esto es llamado efecto umbral, la estimación de los parámetros se realiza de manera secuencial. Siguiendo el método desarrollado por Hansen y Caner (2004), en la primera etapa, se estima los valores predichos de la ecuación de forma reducida. En la segunda etapa, se estima el umbral que clasifica a cada dato de la muestra para pertenecer al régimen de contracción o expansión de la actividad económica. Así, para cada valor $y \in ciclo$ y los valores predichos estimados en la primera etapa, se estima la ecuación (2) por el método mínimos cuadrados ordinarios (MCO). De esta regresión, se calcula la suma de los residuos al cuadrado, que es denotada como $S_t(y)$. Luego, el estimador mínimos cuadrados en 2 etapas para y será aquel que minimice $S_t(\cdot)$, es decir: $\hat{y} = \underset{y \in ciclo}{argmin} S_t(y)$.

Con el umbral estimado, \hat{y} , y utilizando la función indicador, $I_{(ciclo_t \leq \hat{y})}$ y $I_{(ciclo_t > \hat{y})}$, se dividen los datos en dos sub muestras. Luego, en la tercera etapa, los parámetros β'_1 y β'_2 son estimados mediante el método generalizado de momentos (GMM).

83 Rodríguez (2009) estima la brecha producto para Perú utilizando una curva de Phillips Forward-Looking. Luego utiliza esta medida como referencia para compararla con las obtenidas usando una simple tendencia lineal y cuadrática; además, de otras medidas obtenidas con los filtros estadísticos Hodrick-Prescott, Baxter-King, Christiano-Fitzgerald y Beveridge-Nelson. En general, sus resultados muestran que las medidas obtenidas con la tendencia lineal y cuadrática siguen una mejor aproximación a su medida, en comparación a las obtenidas con los filtros.

84 Existen variables omitidas que pueden estar correlacionadas con estas variables. Por ejemplo, la actitud frente al riesgo de los administradores de las instituciones de crédito está correlacionada con el crecimiento de las colocaciones. Además, parte de los pasivos de los bancos son adeudados con el exterior. Ante una crisis, la salida de estos fondos pueden afectar al tipo de cambio y al rc , esto último debido a que afecta la oferta de fondos prestables.





3. Resultados

En el Cuadro 1 se presentan los resultados de la estimación econométrica del modelo propuesto para el periodo diciembre de 1993 hasta junio de 2008. Éstos respaldan la hipótesis de efectos asimétricos. Se observa que tanto la magnitud como la dirección del impacto de los choques macroeconómicos sobre el ratio de morosidad dependen de la fase del ciclo económico.⁸⁵

El modelo estima un umbral de brecha producto de 1,14. Es decir, bajo la estructura del modelo, la economía está en el régimen de expansión cuando la diferencia entre el PBI realizado y su potencial es mayor a 1,14%, y está en la etapa de contracción cuando la diferencia entre el PBI realizado respecto a su potencia es menor a 1,14%.

Se observa que el impacto del choque de liquidez, CF , sobre el ratio de morosidad es mayor, en valor absoluto, en la fase de contracción económica (régimen 1) en comparación al efecto que tiene en la etapa de expansión (-0,28 vs -0,2). Además, en ambos regímenes los coeficientes son estadísticamente significativos al 1%, 5% y 10% de confianza. El mayor impacto en la etapa de contracción se atribuye al incremento de los problemas de información asimétrica generado por el deterioro de la hoja de balance de los prestatarios.

CUADRO 1 MODELO UMBRAL			
Variable dependiente ratio de morosidad			
Umbral estimado	1,14		
Intervalos de confianza del umbral		Inferior	Superior
No autocorrelación		1,14	1,14
Corregido por heterocedasticidad - Cuadrática		1,14	1,15
Corregido por heterocedasticidad - Kernel		1,14	1,14
Régimen 1: variable umbral menor que	1,14		
Número de observaciones	88		
		Coefficiente	Estadístico-T
Constante		2,088	2,9*
$\Gamma_{C_{t-1}}$		0,520	5,5*
$\Gamma_{C_{t-2}}$		0,358	4,7*
$CO_{I_{t-12}}$		-0,002	-0,33
$CF_{T_{t-3}}$		-0,281	-3,1*
TC_{t-6}		0,035	3,4*
Régimen 2: variable umbral mayor que	1,14		
Número de observaciones	73		
		Coefficiente	Estadístico-T
Constante		0,879	2,4**
$\Gamma_{C_{t-1}}$		0,949	8,5*
$\Gamma_{C_{t-2}}$		0,070	0,6
$CO_{I_{t-12}}$		0,019	2,6**
$CF_{T_{t-3}}$		-0,200	-3,1*
TC_{t-6}		-0,036	-2,6**

*, **, *** denota significancia estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

85 Se aplicó el test de Dickey-Fuller para evaluar si las series incluidas en el modelo presentan raíz unitaria. En todos los casos, se rechazó la hipótesis nula de presencia de raíz unitaria.

Los resultados muestran que, en el régimen de contracción, el coeficiente estimado para el tipo de cambio es positivo y estadísticamente significativo al 1% de confianza. En contraste, en el régimen de expansión, se encuentra que el signo del coeficiente del tipo de cambio pasa a ser negativo y estadísticamente significativo al 5% de confianza (pasa de 0.035 a -0.036). El cambio de signo en el coeficiente del choque de tipo de cambio va en línea con la literatura empírica que encuentra una relación no-lineal entre el riesgo cambiario crediticio y los choques de tipo de cambio (Azabache, 2009).

Los resultados muestran que los créditos otorgados un año antes podrían incrementar el riesgo de crédito. Se encuentra un signo positivo y estadísticamente significativo al 5% de confianza durante el periodo de expansión, pero nulo en el periodo de contracción (no es significativo).

Si bien el signo y la magnitud de los coeficientes respaldan la hipótesis de no-linealidad, es importante evaluar si ésta es estadísticamente significativa. Para ello, se utiliza la siguiente hipótesis nula: el efecto de los choques sobre la morosidad es igual tanto en la fase de expansión como en la fase de contracción. Lo cual puede ser escrito como:

$$H_0 : \beta'_1 = \beta'_2 \quad (3)$$

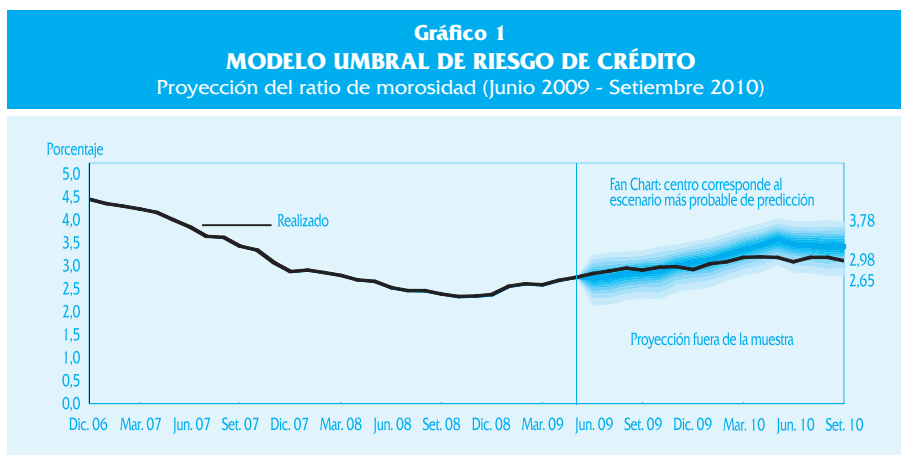
Para evaluar esta hipótesis, Hansen y Caner (2004) recomiendan una extensión del Test de Davis (1977) hacia la estructura GMM. Los resultados de esta prueba se presentan en el Cuadro 2. A los niveles de significancia de 1%, 5% y 10%, se rechaza la hipótesis nula de no efecto umbral por lo que podemos concluir que el impacto de los choques sobre la morosidad dependerá si la economía está en la fase de contracción o de expansión económica.

CUADRO 2 ESTADÍSTICOS PARA LA H_0 : EFECTO NO UMBRAL	
Estadístico Davis-Sup	560,5
<i>p-value</i>	0,008
Valores críticos (5% y 10%)	(177,3 – 251,9)

4. Proyecciones del ratio de morosidad

El ratio de morosidad de la banca peruana presentó una tendencia decreciente desde noviembre de 2001 (mes en que registró un máximo histórico de 17,93%) hasta llegar a un nivel mínimo histórico de 2,22% en octubre de 2008, fecha a partir de la cual ha venido presentando una tendencia creciente por los efectos de la crisis financiera internacional, llegando a 3,04% en agosto de 2010.





En el Gráfico 3 se presenta la proyección fuera de la muestra del ratio de morosidad para el periodo junio de 2009 hasta setiembre de 2010. La proyección del PBI corresponde al escenario proyectado por la Gerencia de Estudios Económicos en agosto de 2009⁸⁶. Dado que el modelo utiliza el rezago 12 del crecimiento de las colocaciones, sólo fue necesario proyectar el crecimiento de las colocaciones para junio de 2009 hasta setiembre 2009⁸⁷. En cuanto al tipo de cambio, se ha asumido previsión perfecta y se ha tomado el realizado. Finalmente, dado que el modelo utiliza el rezago 1 y 2 de la morosidad como variable explicativa, la proyección se realizó por etapas; es decir, se proyectó un mes hacia delante, y el rezago de la proyección fue incorporada como variable explicativa.

Los posibles valores futuros del ratio de morosidad se presentan en términos de probabilidades (*fan chart*), estimados a través del método *bootstrap*.⁸⁸ Cabe destacar que la densidad de la proyección es asimétrica, lo cual es una característica propia del modelo umbral. La línea discontinua representa el ratio de morosidad realizado; mientras que la línea sólida representa la senda que con mayor probabilidad puede asumir el ratio de morosidad.

En general, el modelo es capaz de replicar el comportamiento de la morosidad para el periodo de proyección de manera aceptable; más aún, durante todo el periodo de proyección, el ratio de morosidad realizado se encuentra dentro de las bandas de confianza del *fan chart*, lo que comprueba la bondad de ajuste del modelo umbral. En el horizonte de proyección se observan dos hechos a resaltar. El primero es la precisión

86 El cálculo del PBI tiene un atraso de 2 meses, por lo que la proyección de agosto de 2009 incorpora el PBI realizado hasta mayo de 2009.

87 Se utilizó un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR).

88 El método *bootstrap* es un método de remuestreo. En este caso, los residuos de la regresión inicial son extraídos de manera aleatoria para construir una nueva serie de la variable dependiente, la cual es utilizada para reestimar el modelo y realizar una nueva proyección. Este procedimiento se repite un gran número de veces, 100000 veces en este caso, lo que permite obtener la función de densidad de la proyección.

de la proyección en el corto plazo, respecto al escenario más probable, lo cual obedece a la menor incertidumbre en la proyección de las variables explicativas. Lo segundo, es la capacidad del modelo para capturar el cambio de tendencia del ratio de morosidad producto de la recuperación de la actividad económica esperada para el año 2010. Para el año 2010, el escenario de proyección más probable se ubica por encima del realizado, lo que concuerda con una proyección del PBI menor a la ejecutada.⁸⁹

5. Conclusiones

Los resultados econométricos respaldan el uso de un modelo no-lineal para proyectar el ratio de morosidad, lo que va en línea con la evidencia empírica para países como Inglaterra y Canadá. La proyección de la morosidad se presenta en términos de su función de densidad (*fan chart*). Finalmente, a través de diversos estadísticos, se comprobó que la proyección de la morosidad del modelo umbral es más precisa que la estimada por modelos lineales alternativos (VAR, ARMA y Regresión Lineal Estructural).

6. Referencias

Azabache, Pablo (2005). Aproximando la Importancia del Riesgo Cambiario Crediticio en Sistemas Bancarios Parcialmente Dolarizados. Documento de trabajo 01/2005, Ministerio de Economía y Finanzas del Perú.

Azabache, Pablo (2009). Efectos No-Lineales de las Variaciones del Tipo de Cambio Sobre el Riesgo Cambiario-Crediticio. Evidencia Empírica para Perú. Revista de Estudios Económicos N° 18, Banco Central de Reserva del Perú.

Gasha, J.G., Morales, R.A. (2004). Identifying threshold effects in credit risk stress testing. Working Paper 150, IMF.

Hansen, B.E. (2000). Sample splitting and threshold estimation. *Econometrica* 68, 575-603.

Hansen, B. y Caner, M. (2004). Instrumental variable estimation of a threshold model, *Econometric Theory*. 20, 2004, 813-843.

Jiménez, Renzo (2004). Riesgo Crediticio Derivado del Riesgo Cambiario: Perspectiva de una Economía Latinoamericana Parcialmente Dolarizada. Revista Apuntes N° 52. Universidad del Pacífico.

Marcucci, J., Quagliariello M. (2009). Asymmetric effects of the business cycle on bank credit risk. *Journal of Banking & Finance* 33 (2009) 1624–1635

Rodríguez, Gabriel, (2009). Using A Forward-Looking Phillips Curve to Estimate the Output Gap in Peru. Working Papers 2009-010, Banco Central de Reserva del Perú.

89 Para el periodo enero-agosto 2010 se proyectó un crecimiento de 5,8%, mientras que el realizado fue de 8,4%).





GLOSARIO

Cartera Morosa: Comprende la cartera pesada más la cartera refinanciada y/o reestructurada.

Cartera Pesada: Comprende la cartera vencida (colocaciones vencidas) más la cartera en cobranza judicial.

Cartera en Cobranza Judicial: Comprende el capital de los créditos a partir de la fecha en que se inicia el proceso judicial para su recuperación. (Fuente: SBS)

Cartera Refinanciada (Operación Refinanciada): Comprende aquellos créditos, cualquiera sea su modalidad, cuyos plazo y/o montos de contrato original han sido modificados, debido a dificultades en la capacidad de pago del deudor. (Fuente: SBS)

Cartera Reestructurada (Operación Reestructurada): Son aquellos créditos que están sujetos a la reprogramación de pagos aprobada en el proceso de reestructuración, de concurso ordinario o preventivo, según sea el caso, conforme a la Ley General del Sistema Concursal aprobada mediante la Ley N° 27809. (Fuente: SBS)

Cartera Vencida: Comprende el capital de los créditos que no han sido cancelados o amortizados por los obligados en la fecha de vencimiento. (Fuente: SBS)

Cheque: Es una orden escrita que va de la parte del girador al girado, normalmente un banco, requiriendo pagar una suma especificada a pedido del girador o de un tercero especificado por el girador. Los cheques se pueden utilizar para liquidar pagos (deudas) y para retirar dinero de los bancos.

Colocaciones Brutas: Comprende las colocaciones vigentes más la cartera morosa. (Fuente: SBS)

Colocaciones Vigentes: Comprende todos los créditos otorgados a las empresas y hogares cuyos pagos se encuentran al día de acuerdo al contrato original. (Fuente: SBS)

Compensación: Es el proceso de transmitir, reconciliar y, en algunos casos, confirmar las órdenes de pago e instrucciones de transferencia de títulos valores antes de la liquidación, posiblemente incluyendo el neteo de las instrucciones y el establecimiento de las posiciones finales para la liquidación.

Depósitos: Comprende las obligaciones derivadas de la captación de recursos de las empresas y hogares principalmente, mediante las diferentes modalidades, por parte de las empresas del sistema financiero expresamente autorizadas por Ley. (Fuente: SBS)

Depósitos del Sector Público: Comprende los depósitos de las entidades del Gobierno (Ministerios, Empresas Públicas, Entidades Autónomas, Gobiernos Regionales, Municipalidades, etc.) en el Sistema Financiero.

Entrega contra pago: Es un mecanismo en un sistema de liquidación de valores que garantiza que la entrega del título valor o instrumento financiero ocurre sí y sólo sí la transferencia definitiva de fondos ocurre.

Liquidación: Es un acto que cancela pagos u obligaciones con respecto a transferencias de fondos o de títulos valores entre dos o más partes.

Liquidación Bruta en Tiempo Real: consiste en la liquidación continua (en tiempo real) de transferencias de fondos o de títulos valores en forma individual o sobre la base de orden por orden (sin neteo).

ME: Moneda Extranjera, Dólares de los Estados Unidos de América.

MES: Créditos a la Microempresa. (Fuente: SBS)

MN: Moneda Nacional, Nuevos Soles.

Provisiones: Comprende el monto que las entidades financieras provisionan para contingencias que pueden enfrentar, lo cual afecta el resultado del ejercicio, pero cuyo pago o liquidación se efectúa en el ejercicio o ejercicios siguientes. Estas se pueden hacer debido al riesgo país, a la desvalorización de bienes colocados en capitalización, entre otras provisiones de acuerdo a las normas establecidas por la SBS. En el presente reporte se hace referencia a las provisiones por riesgo de crédito. (Fuente: SBS)

Provisiones Específicas: Son aquellas que se constituyen sobre los créditos directos y la exposición equivalente al riesgo crediticio de los créditos indirectos de deudores a los que se ha clasificado en una categoría de mayor riesgo que la categoría Normal. (Fuente: SBS)

Provisiones Genéricas: Son aquellas que se constituyen, de manera preventiva, sobre los créditos directos y la exposición equivalente riesgo crediticio de los créditos indirectos de deudores clasificados en categoría Normal. (Fuente: SBS)

Ratio de Capital Global: Considera el Patrimonio Efectivo como porcentaje de los activos y contingentes ponderados por riesgo totales: riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional. (Fuente: SBS)

Riesgo: Contingencia o proximidad de un daño. (Fuente: Real Academia Española)

Riesgo de Crédito: El riesgo de que el deudor o la contra-parte de un contrato financiero





no cumpla con las condiciones del contrato. (Fuente: Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, Ley N° 26702)

Riesgo de Liquidez: Es la potencial incapacidad de cumplir a tiempo las obligaciones, dado el nivel de activos líquidos de los que se dispone. (Fuente: Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, Ley N° 26702)

Riesgo de Mercado: Es la probabilidad de tener pérdidas en posiciones dentro y fuera de la hoja del balance, derivadas de movimientos en los precios de mercado. Se incluye a los riesgos pertenecientes a los instrumentos relacionados con tasas de interés, riesgo cambiario, cotización de las acciones, “*commodities*”, y otros. (Fuente: Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, Ley N° 26702)

Riesgo Operacional: Es la probabilidad de sufrir pérdidas debido a la inadecuación o a fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos o bien a causa de acontecimientos externos. Esta definición incluye el riesgo legal, pero excluye el riesgo estratégico y el de reputación. (Basilea II)

ROA: Rentabilidad sobre los Activos. Se calcula como el ratio entre las utilidades netas de impuesto sobre el valor de los activos.

ROE: Rentabilidad sobre el Patrimonio. Se calcula como el ratio entre las utilidades netas de impuesto sobre el valor del patrimonio.

Sistema de Pagos: Es el conjunto de instrumentos, reglas y procedimientos que sirven para realizar transferencias de fondos entre los participantes de un sistema de pagos en particular.

Tasa de Encaje: Es la proporción del total de obligaciones ó depósitos sujetos a encaje (TOSE) que los bancos deben tener como reserva en su caja y en el BCRP, con la finalidad de atender retiros imprevistos de depósitos. Este es uno de los instrumentos por los que el BCRP afecta la liquidez del Sistema Financiero.

Tasa de Interés de Referencia del BCRP: Tasa de interés que el BCRP fija con la finalidad de establecer un nivel de tasa de interés de referencia para las operaciones interbancarias, la cual tiene efectos sobre las operaciones de las entidades financieras con el público.

Transferencia de crédito: Es una orden de pago, o posiblemente una secuencia de órdenes de pago, realizada con el propósito de poner fondos a disposición del beneficiario. Tanto las instrucciones de pago como los fondos descritos en la misma se mueven del banco del pagador/iniciador al banco del beneficiario, posiblemente vía varios otros bancos como intermediarios y/o más de un sistema de transferencia de crédito.