

MAYO 2016



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2016

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
Mayo 2016

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2016

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
PREFACIO	5
I. BALANCE DE RIESGOS	6
II. EVALUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO	20
III. MERCADO DE CAPITALES	54
IV. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO	72
V. SISTEMAS DE PAGOS	82

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1: Efectos del programa de desdolarización sobre la solvencia de la banca en el año 2015	15
Recuadro 2: Gobierno corporativo y fortaleza del sistema financiero	24
Recuadro 3: Importancia de la liquidez en los mercados secundarios y medidas para incrementarla en la Bolsa de Valores de Lima.....	58
Recuadro 4: Lineamientos básicos de los sistemas de pensiones	65
Recuadro 5: El rol de los pagos en el fomento de la inclusión financiera.....	93
Recuadro 6: La estrategia de Backus para promover los pagos electrónicos	95

Prefacio

Desde 2007, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) publica el Reporte de Estabilidad Financiera (REF) con la finalidad de identificar los riesgos que afectan el funcionamiento de los mercados financieros, la estabilidad financiera y los sistemas de pagos.

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. Esto haría que los impactos de las medidas del BCRP sean menos predecibles. En consecuencia, es de vital importancia evaluar los riesgos financieros para considerar la aplicación de medidas preventivas para contener su impacto en el ámbito monetario y financiero.

Este documento se preparó con información financiera al cierre de marzo de 2016. El siguiente número se difundirá en noviembre de 2016 con cifras a setiembre del mismo año.





I. BALANCE DE RIESGOS

1. **En los últimos meses, la solidez del sistema financiero se ha reforzado por la menor dolarización del crédito y por las medidas adoptadas por las entidades financieras para evitar un mayor aumento de la morosidad.** Por otro lado, el mercado de capitales doméstico aún muestra un bajo grado de desarrollo, a pesar de que ha sido capaz de absorber los bonos soberanos vendidos por los no residentes.

Las empresas con ingresos principalmente en moneda nacional y que se financian en dólares aún están expuestas al riesgo cambiario crediticio aunque su exposición ha decrecido en los últimos meses. Este riesgo se hace más relevante ante una variación abrupta del tipo de cambio, lo que eventualmente podría agravarse ante una mayor aversión al riesgo en los mercados internacionales impulsando la salida de los inversores no residentes de inversiones locales.

Cuadro 1.1
INDICADORES PARA EVALUAR LA ESTABILIDAD FINANCIERA

	Dic.13	Dic.14	Mar.15	Set.15	Dic.15	Mar.16
Dolarización del crédito del sistema financiero (%)	43,1	38,9	36,2	31,1	30,3	28,6
Ratio de capital global del sistema financiero (%) 1/	14,9	15,2	15,5	15,1	15,1	15,0
Ratio de morosidad del sistema financiero (%) 2/	3,6	4,0	4,1	4,0	4,0	4,2
ROA del sistema financiero (%)	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,0
Ratio de liquidez de las AFP (%) 3/	13,3	7,1	7,6	11,1	11,8	10,2
Ratio de liquidez de los Fondos Mutuos (%) 3/	68,9	79,7	80,0	81,8	83,6	84,4
Tenencias de bonos soberanos de Inversionistas						
No Residentes (% del total)	51,9	38,3	39,6	37,0	33,6	31,6
Instrumentos de deuda privada / Portafolio total						
de inversionistas institucionales (%)	13,2	12,0	12,2	13,2	12,6	12,2
PBI (Variación % anual)	5,6	2,4	1,6	2,6	3,3	4,4
Tipo de Cambio (Variación % anual) 4/	9,6	6,9	10,3	11,4	14,2	7,5

1/ Estos ratios han sido calculados sin considerar a las entidades que dejaron de operar desde diciembre de 2013.

2/ Cartera morosa / colocaciones brutas.

3/ Depósitos en el sistema financiero / valor total del portafolio.

4/ Corresponde al tipo de cambio bancario venta de fin de período que publica el BCRP.

Fuente: BCRP.

2. **La lenta recuperación de la economía mundial puede afectar la fortaleza del sector exportador de nuestra economía y generar una mayor volatilidad cambiaria que podría incrementarse si ocurriera simultáneamente una salida**

de capitales ante aumentos en la tasa de interés de los Estados Unidos de América.

De acuerdo con el *World Economic Outlook* (WEO), este año se espera un crecimiento de la economía mundial ligeramente mayor al del año anterior (3,2% en 2016 versus 3,1% en 2015) por la leve aceleración de algunas economías emergentes y en desarrollo. Asimismo, se proyecta que la economía mundial registre una tasa de crecimiento de 3,5% en 2017, impulsado por un mayor dinamismo de las economías avanzadas y de América Latina.

Pese a estas proyecciones, los temores derivados del lento crecimiento económico mundial e incluso de una posible debilidad de la economía norteamericana generó una alta volatilidad en los mercados de capitales en el primer trimestre del año. Todo ello generó un persistente declive en los índices representativos de acciones, los que aún no recuperan los niveles máximos alcanzados a inicios del año 2015. Dicha volatilidad e incertidumbre podría dificultar el acceso a los mercados financieros internacionales de las empresas en las economías emergentes.

Una mayor caída en los precios de las materias primas y del petróleo podría impactar adversamente en las perspectivas de recuperación de las economías emergentes, afectando en especial a los países exportadores de estos productos. Asimismo, la desaceleración de la tasa de crecimiento de China, que se ha estabilizado en niveles más bajos que los registrados en el pasado, genera el riesgo que ese país demande menos bienes importados y, consecuentemente, se generen mayores presiones a la baja en los precios de las materias primas.

Otro factor que podría debilitar aún más a las economías emergentes es el retiro de la política monetaria acomodaticia por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, que puede generar condiciones más estrictas de financiamiento en los mercados financieros globales. Sin embargo, las recientes señales emitidas por las autoridades de la FED en el sentido de disminuir el ritmo de incremento en sus tasas de interés han contribuido a estabilizar a los mercados financieros internacionales.

Por otro lado, la reciente decisión del Reino Unido de salir de la Unión Europea (*Brexit*) y los escasos signos de recuperación en Japón contribuyen a alentar este clima de incertidumbre en cuanto a una efectiva recuperación de la economía mundial. A lo anterior, se suma el aumento de las tensiones geopolíticas en curso en algunas regiones de África y Medio Oriente, lo que puede afectar aún más la confianza y el comercio mundial, así como los flujos financieros y el turismo.

Es importante tener presente que un eventual aumento de la aversión al riesgo global podría llevar a una mayor salida de capitales de las economías emergentes y a una mayor depreciación de sus monedas, afectando negativamente los balances





de las empresas que cuentan con créditos en moneda extranjera sin cobertura cambiaria.

3. **Una mayor volatilidad de los mercados financieros y una recuperación más lenta de la economía internacional podría materializarse en un crecimiento menor que el esperado de la economía nacional, lo que afectaría la capacidad de pago de los prestatarios.** El menor crecimiento de la economía doméstica podría afectar con mayor intensidad a los segmentos más sensibles a las fluctuaciones del ciclo económico, tales como las micro y pequeñas empresas (MYPE), las medianas empresas y los hogares.

Las entidades financieras no bancarias son las más expuestas por la concentración de su cartera de créditos en las MYPE (56,1%) y en consumo (29,5%). Además, esas entidades registran mayores ratios de morosidad que los bancos.

En los últimos doce meses, las entidades no bancarias redujeron su ratio de morosidad en los créditos a las MYPE (de 10,3% a 9,4%), pero los aumentaron en los créditos a las medianas empresas (de 10,5% a 11%) y en los créditos de consumo (de 5% a 5,4%). Por su parte, la mayor morosidad en los créditos hipotecarios afectó principalmente a los cuatro bancos de mayor tamaño, en un contexto de menor crecimiento de la economía durante el año 2015.

Por ello, es importante que las entidades no bancarias continúen implementando medidas para mejorar sus indicadores de solvencia y de la gestión de riesgos¹.

4. **En un escenario de estrés, las empresas bancarias y las Cajas Municipales² verían afectados sus indicadores de calidad de activos. Las primeras por el posible deterioro en las medianas empresas y en los hogares (consumo e hipotecario); y las segundas, por la concentración de sus créditos en los segmentos de las MYPE y de consumo.**

En la construcción de los escenarios base y de estrés (escenario menos favorable), se consideran las proyecciones de las variables macroeconómicas para el periodo

1 Algunas de esas entidades han ajustado su política crediticia y otras han elevado el ritmo de castigos de cartera. Ello incidió en la desaceleración del crecimiento de la cartera morosa del segmento de las MYPE en los últimos doce meses.

2 No se realizaron ejercicios de pruebas de estrés para las empresas financieras y las Cajas Rurales, debido a la baja estabilidad de la muestra. Algunas de ellas han iniciado sus operaciones en años recientes, mientras que otras han dejado de operar en el mercado. En marzo de 2015, la financiera Edyficar transfirió sus activos y pasivos a Mibanco. Este cese de operaciones redujo el nivel de los activos de las financieras en aproximadamente un tercio. Por su parte, durante el año 2015, las CRAC Luren y Libertadores de Ayacucho fueron absorbidas por la CMAC Arequipa y la financiera TFC, respectivamente. Mientras que Credinka se transformó de caja de rural a empresa financiera, luego de fusionarse con Financiera Nueva Visión en setiembre de 2015. Este característica, en ambos grupos de entidades, disminuye el poder de predicción de los modelos econométricos.

marzo 2016 – marzo 2017 publicadas en el Reporte de Inflación de junio de 2016³.

En el escenario base, las proyecciones emplean una tasa de crecimiento anual del PBI de 4,3% para setiembre de 2016, de 4,0% para 2016 y de 4,3% para el primer trimestre de 2017. En el escenario de estrés se considera una tasa de crecimiento anual del PBI de 2,2% para setiembre de 2016, de 1,1% para 2016 y de 0,8% para el primer trimestre de 2017⁴.

En la evaluación prospectiva de la banca y de las cajas municipales, se utilizó el modelo de proyección para el sistema financiero cuya metodología fue publicada en el REF de mayo de 2014⁵. Con esa información, se obtuvo la proyección del ratio de morosidad de las entidades financieras antes mencionadas⁶.

Cuadro 1.2 RATIO DE MOROSIDAD EN LOS ESCENARIOS BASE Y DE ESTRÉS (%)				
	Banca		Cajas Municipales	
	Base	Estrés	Base	Estrés
Mar.16 1/	3,8	3,8	8,3	8,3
Set.16	3,8	3,9	8,3	8,7
Mar.17	3,8	4,1	8,4	9,3

1/ Datos realizados.
Elaboración: BCRP.

En el escenario base, el ratio de morosidad de la banca se mantiene estable. En cambio, en las cajas municipales se incrementa debido a la sensibilidad del segmento de las MYPE a la desaceleración en la tasa de crecimiento del PBI. Por otro lado, en el escenario de estrés, dicho ratio crece aún más en respuesta a un menor crecimiento considerado para la producción doméstica.

5. **De acuerdo con los resultados de nuestra proyección, se espera que la banca mantenga su actual posición de solvencia y solidez financiera en los próximos doce meses.**

- 3 En el escenario base se utilizan las proyecciones centrales de las variables macroeconómicas. En el de estrés se considera el valor extremo inferior de las proyecciones de las variables macroeconómicas consideradas en el Reporte de Inflación (con 1% de probabilidad de ocurrencia de acuerdo a su *fan chart*).
- 4 Las proyecciones actuales son ligeramente mayores a las publicadas en el Reporte de Inflación de diciembre de 2015. En ese reporte, en el escenario base se había considerado una tasa anual de crecimiento del PBI de 3,8% para setiembre de 2016, de 4% para diciembre de 2016 y de 4,4% para marzo de 2017; y en el escenario de estrés, se había estimado tasas de crecimiento de -0,3%, -0,9% y -1% para los períodos mencionados, respectivamente. Cabe indicar que las proyecciones actuales consideran los efectos de la entrada en operación del proyecto minero Las Bambas, el aumento en las metas de producción de algunas mineras y que el Fenómeno El Niño tuvo un impacto en la economía menor que el inicialmente esperado.
- 5 Recuadro 7, página 91.
- 6 El modelo de proyección se va ajustando de manera dinámica a efectos de incorporar las acciones tomadas por las propias entidades financieras en los últimos seis meses para el fortalecimiento de su situación financiera.





Cuadro 1.3
INDICADORES FINANCIEROS DE LA BANCA
(%)

	Mar.16	Escenario base		Escenario de estrés	
		Set.16	Mar.17	Set.16	Mar.17
SOLVENCIA 1/					
Patrimonio efectivo (PE) (Millones S/)	42 562,8	45 206,2	48 081,6	44 961,8	47 301,5
Ratio de capital global	14,0	14,5	14,4	14,5	14,5
CALIDAD DE CARTERA					
Cartera morosa / Colocaciones brutas (%)	3,8	3,8	3,8	3,9	4,1
RENTABILIDAD					
ROA	2,0	2,0	2,1	1,9	1,9
ROE (% sobre patrimonio)	21,2	20,8	21,6	20,0	19,1
LIQUIDEZ					
Activos líquidos / pasivos	47,0	48,5	44,9	48,5	45,4

1/ Última información disponible a febrero de 2016.
Elaboración: BCRP.

Los resultados del modelo de proyección para la banca, considerando las proyecciones del PBI del escenario base, señalan que el ratio de morosidad y el ROA se mantendrían en alrededor de 3,8% y 2,1%, respectivamente.

En el escenario de estrés, los indicadores de calidad de activos y de rentabilidad se deteriorarían moderadamente con respecto a los del escenario base, debido al eventual aumento de los gastos en provisiones por el incremento del ratio de morosidad de los créditos de consumo, a las MYPE, a las medianas empresas e hipotecarios, segmentos que son más sensibles a las fluctuaciones del PBI.

En ambos escenarios, el patrimonio efectivo aumentaría entre marzo de 2016 y marzo de 2017, por la constitución de provisiones genéricas y la capitalización del 60% de sus utilidades (supuesto utilizado en la proyección)⁷.

Si bien las utilidades que se generarían en el escenario base son mayores que en el escenario de estrés, el efecto del mayor crecimiento de las colocaciones en el primer escenario y, por tanto, de los activos ponderados por riesgo (APR), lleva a que el ratio de capital global en el escenario base sea ligeramente menor que en el escenario de estrés.

6. Los estimados para la banca, en ambos escenarios, muestran mejores indicadores de calidad de cartera y de rentabilidad con respecto a los

⁷ Este supuesto recoge el promedio de la capitalización de las utilidades efectuadas en la banca en los últimos dos años.

resultados de la prueba de estrés para setiembre de 2016 publicados en el REF de noviembre de 2015.

Este resultado refleja la consolidación de las medidas correctivas implementadas por la banca para evitar un mayor deterioro en la calidad de su cartera en los dos últimos años y las mejoras en la proyección del crecimiento del PBI en el escenario de estrés⁸.

Cuadro 1.4
INDICADORES FINANCIEROS DE LA BANCA A SETIEMBRE DE 2016 (%)
(Reporte de Estabilidad Financiera actual vs noviembre de 2015)

	Escenario base		Escenario de estrés	
	REF Nov.15	REF May.16	REF Nov.15	REF May.16
SOLVENCIA				
Patrimonio efectivo (PE) (Millones S/)	45 061,2	45 206,2	43 794,2	44 961,8
Ratio de capital global	15,6	14,5	16,5	14,5
CALIDAD DE CARTERA				
Cartera morosa/Colocaciones brutas (%)	3,9	3,8	4,7	3,9
RENTABILIDAD				
ROA	2,0	2,0	1,6	1,9
ROE (% sobre patrimonio)	20,0	20,8	15,3	20,0
LIQUIDEZ				
Activos líquidos/pasivos	51,9	48,5	59,1	48,5

Elaboración: BCRP.

La banca tomó diversas medidas correctivas en su política crediticia entre los años 2014 y 2015, para realizar una mejor selección de deudores y una recuperación más eficiente de los préstamos. Así, algunas entidades ajustaron sus modelos *scoring* y fortalecieron sus áreas de cobranzas y de riesgos, mientras que otros se han reorganizado internamente para salvaguardar la calidad de la cartera. La banca también ajustó sus gastos financieros y operativos, a fin de atenuar los efectos del mayor gasto de provisiones y de las menores tasas de interés activas sobre la rentabilidad (en los créditos a los hogares y a las MYPE).

Se debe mencionar que, por el mayor crecimiento de las colocaciones y de los APR en la actual proyección, asociado al mayor dinamismo de la economía doméstica, se espera que el ratio de capital global sea menor al estimado anteriormente.

7. **En el escenario de proyección base, las cajas municipales podrían debilitar su situación financiera por el deterioro en sus indicadores de morosidad y de rentabilidad.**

8 Para setiembre de 2016, el escenario base contempla un crecimiento del PBI de 4,3% versus 3,8% en el REF de noviembre de 2015 y el escenario de estrés considera 2,2% versus -0,3% en el REF anterior.





Cuadro 1.5
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS CAJAS MUNICIPALES
(%)

	Mar.16	Escenario base		Escenario de estrés	
		Set.16	Mar.17	Set.16	Mar.17
SOLVENCIA 1/					
Patrimonio efectivo (PE) (Millones S/)	2 913,5	2 974,0	3 046,9	2 885,9	2 940,0
Ratio de capital global	15,3	15,4	15,3	15,5	15,4
CALIDAD DE CARTERA					
Cartera morosa / Colocaciones brutas (%)	8,3	8,3	8,4	8,7	9,3
RENTABILIDAD					
ROA	2,0	2,0	1,9	1,7	1,1
ROE (% sobre patrimonio)	14,3	14,1	13,5	12,4	8,0
LIQUIDEZ					
Activos líquidos / pasivos	25,1	25,4	24,4	25,5	24,7

1/ Última información disponible a febrero de 2016.
Elaboración: BCRP.

En el escenario base, se espera un leve aumento del ratio de morosidad en los próximos doce meses (8,3% en setiembre de 2016 y 8,4% en marzo de 2017) y una reducción del ROA (de 2,0% en marzo de 2016 a 1,9% en marzo de 2017).

Por otro lado, en el escenario de estrés⁹, la calidad de la cartera se deterioraría aún más por eventuales incumplimientos de la cartera de las MYPE y de consumo, mientras que el ROA se reduciría a 1,1%, principalmente por los mayores gastos en provisiones. Si bien las CM, en conjunto, siguen generando utilidades, es de esperar que algunas entidades registren pérdidas, sobre todo aquellas que actualmente muestran altos indicadores de morosidad.

En ambos escenarios, el patrimonio efectivo en la proyección a marzo de 2017 aumenta con respecto al observado en marzo de 2016. Ello se explica por la constitución de provisiones genéricas, derivadas del aumento de las colocaciones, y por la capitalización del 50% de las utilidades, este último supuesto en base a la tasa mínima de capitalización requerida en la norma de funcionamiento de las CM (Decreto Supremo N° 157-90-EF).

El ratio de capital global en el escenario de estrés sería mayor que en el base, por el efecto de que las colocaciones crecerían en el primer escenario a un ritmo menor que en el base (7,3% versus 11,7%, respectivamente)¹⁰.

8. Los resultados del escenario de estrés para setiembre de 2016 muestran un menor deterioro de la posición financiera de las CM con respecto a la proyección publicada en el REF de noviembre de 2015. Como en el caso

⁹ En este escenario, la cartera morosa crece en 20,6%.

¹⁰ Ello compensa el crecimiento proyectado para el patrimonio efectivo en el escenario base (4,6% anual) y en el de estrés (0,9% anual).

de la banca, la proyección para las CM toma en cuenta las medidas adoptadas para salvaguardar los niveles de solvencia. Además, se benefician del crecimiento económico esperado para este año.

Cuadro 1.6 INDICADORES FINANCIEROS DE LAS CAJAS MUNICIPALES A SETIEMBRE DE 2016 (%) (Reporte de Estabilidad Financiera actual vs noviembre de 2015)				
	Escenario base		Escenario de estrés	
	REF Nov.15	REF May.16	REF Nov.15	REF May.16
SOLVENCIA				
Patrimonio efectivo (PE) (Millones S/)	2 779,1	2 974,0	2 612,0	2 885,9
Ratio de capital global	15,4	15,4	15,6	15,5
CALIDAD DE CARTERA				
Cartera morosa / Colocaciones brutas (%)	9,0	8,3	10,5	8,7
RENTABILIDAD				
ROA	1,8	2,0	0,6	1,7
ROE (% sobre patrimonio)	13,3	14,1	4,2	12,4
LIQUIDEZ				
Activos líquidos / pasivos	31,5	25,4	32,5	25,5

Elaboración: BCRP.

Las cajas municipales implementaron algunas medidas para salvaguardar su solvencia patrimonial, entre ellas: aportes de capital (en algunos casos en efectivo y en otros mediante la transferencia de inmuebles) y la obtención de mayor deuda subordinada, principalmente con COFIDE. Estas acciones incrementaron el nivel de patrimonio efectivo de marzo de 2016 por encima del nivel esperado.

En el caso de la rentabilidad, las CM efectuaron ajustes en sus gastos financieros, disminuyendo sus tasas de interés pasivas, a fin de atenuar el efecto de la disminución de las tasas de interés activas sobre su margen financiero. Además, utilizaron la mayor parte de sus provisiones procíclicas, para la constitución de provisiones específicas, lo que conllevó a la realización de menores gastos por este concepto.

Las medidas tomadas por las CM atenuaron el efecto negativo del menor crecimiento de la actividad económica del año 2015 sobre su situación financiera. Por ello, es importante que esas entidades continúen implementando medidas orientadas a mejorar la gestión de su negocio y de la administración de riesgos, y agilicen los procesos de reforzamiento patrimonial, a fin de tener una mejor solvencia para afrontar eventuales escenarios macroeconómicos adversos.

9. **A pesar de la disminución de la dolarización de los créditos, el riesgo cambiario crediticio¹¹ que afecta al sistema financiero es aún relevante, sobre todo en escenarios de bruscas variaciones del tipo de cambio resultantes de eventuales tensiones en los mercados financieros internacionales.**

11 Este riesgo consiste en que la probabilidad de *default* se incrementa en aquellos deudores con créditos en moneda extranjera pero que generen ingresos en moneda nacional.





Durante el año 2015, la presencia de este riesgo se ha atenuado con la sostenida disminución de la dolarización de los créditos del sistema financiero (de 41,3% a 29,9%), tanto en los hogares (de 22,9% a 15,9%) como en las empresas (de 50,3% a 36,9%).

La menor dolarización de los créditos se debió, en parte, al Programa de Desdolarización del crédito puesto en marcha por el BCRP a fines del año 2014¹² que consiste en mayores requerimientos de encaje para las entidades financieras que no reduzcan sus créditos en moneda extranjera en un porcentaje determinado y en un plazo establecido y el financiamiento del BCRP a través de operaciones de reporte de monedas para convertir créditos en moneda extranjera a moneda nacional y para expandir la liquidez en soles.

Como resultado de la disminución en el saldo de los créditos en dólares en el año 2015, el Programa de Desdolarización del BCRP también permitió reducir la vulnerabilidad de la banca al riesgo cambiario crediticio, lo que fortalece su solvencia en el mediano plazo.

12 La descripción del programa de desdolarización se detalla en la sección II.2.2 del presente REF.

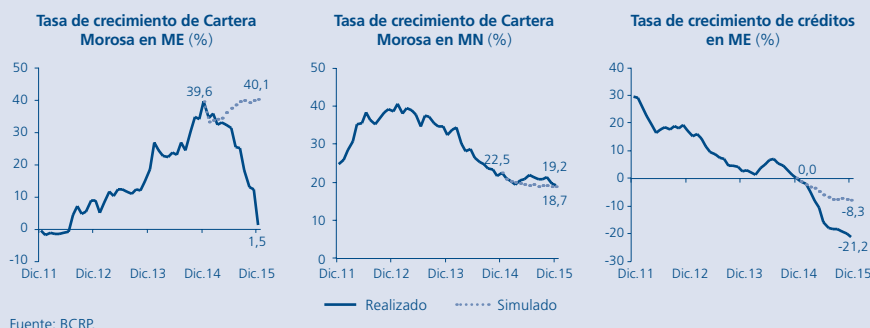
Recuadro 1 EFECTOS DEL PROGRAMA DE DESDOLARIZACIÓN SOBRE LA SOLVENCIA DE LA BANCA EN EL AÑO 2015

Para medir el impacto del Programa de Desdolarización del BCRP sobre la situación financiera de la banca, se realiza un ejercicio de simulación de los estados financieros para el año 2015 que asume la no aplicación del Programa de Desdolarización (escenario “simulado”). Los datos resultantes de este ejercicio se comparan con los datos realizados durante el año 2015 (escenario “realizado”) que incluyen los efectos del programa de desdolarización.

Para este ejercicio, se utiliza el Modelo de Proyección del Sistema Financiero (MPF) empleado para la medición de los ejercicios de pruebas de estrés. El MPF permite simular por segmentos los créditos en dólares y la cartera morosa por monedas; así como los indicadores financieros de solvencia (ratio de capital global), de calidad de activos (ratio de morosidad), de rentabilidad (ROA y ROE) y de liquidez. El ejercicio se realiza para el año 2015 a partir de la información registrada a diciembre de 2014. Los principales supuestos empleados son:

- La simulación por segmentos de los créditos en dólares y de la cartera morosa por monedas se lleva a cabo mediante modelos econométricos¹³ que usa las condiciones macroeconómicas (crecimiento del PBI, tipo de cambio y nivel de inflación) efectivamente registradas en el año 2015.
- El Programa de Desdolarización no afecta el nivel de las colocaciones totales de la banca. Sólo la composición de la cartera por monedas. Con ello, los créditos en moneda nacional para 2015 se obtienen como el residuo de los créditos totales registrados en el año 2015 menos los créditos en dólares obtenidos mediante la simulación para ese año.
- Las condiciones financieras (tasas de interés activas y pasivas implícitas), los ratios de gasto de provisiones específicas sobre cartera morosa y de gasto de provisiones genéricas y voluntarias sobre colocaciones, por monedas y por segmento, así como los gastos operativos, son los mismos que los observados en el año 2015.

Los resultados de la simulación muestran que las tasas de crecimiento anual de los créditos en dólares y de la cartera morosa hubieran seguido su comportamiento tendencial observado en años anteriores.



En el escenario simulado, los créditos en dólares de la banca se hubieran reducido en US\$ 2 286 millones (versus la reducción de US\$ 5 838 millones efectivamente registrada en 2015), principalmente

13 Los modelos corresponden a los créditos y cartera morosa por monedas de los siguientes segmentos: empresarial mayorista (corporativos, grandes y medianas empresas), empresarial minorista (micro y pequeñas empresas - MYPE), consumo e hipotecario. Los parámetros de esos modelos corresponden al MPF estimado con datos hasta diciembre de 2014.





en los segmentos empresarial mayorista (US\$ 1 573 millones) e hipotecario (US\$ 408 millones) con lo que el crecimiento anual de los créditos en moneda nacional habría sido menor que el registrado en 2015 (23,1% versus el efectivamente realizado de 33,7%).

COLOCACIONES Y CARTERA MOROSA DE LA BANCA

(Millones de soles, Millones de US\$)

	Dic.14	Dic.15		Flujo Anual 2015	
	Realizado (A)	Realizado (B)	Simulado (C)	Realizado (A)/(B)-1	Simulado (C)/(A)-1
Colocaciones					
Moneda nacional	113 705	152 066	139 951	33,7	23,1
Moneda extranjera 1/	27 529	21 691	25 243	-21,2	-8,3
Cartera Morosa					
Moneda nacional	4 581	5 459	5 437	19,2	18,7
Moneda extranjera 1/	778	789	1 090	1,5	40,1

1/ Tipo de cambio de S/ 2,986 a diciembre de 2014 y de S/ 3,411 a diciembre de 2015.

Por su parte, la cartera morosa en dólares hubiera continuado su comportamiento tendencial, con un aumento de US\$ 312 millones (correspondiendo el 82,4% al segmento empresarial mayorista y el 9,3% al segmento hipotecario). Este aumento es significativamente mayor al que se observó en el año 2015 (US\$ 11 millones) con lo que el ratio de morosidad de los créditos en dólares hubiera pasado de 2,8% en 2014 a 4,3% en 2015 (versus el realizado de 3,6%).

El impacto del programa de desdolarización en los resultados financieros de la banca se aprecia en la mejora de la calidad de la cartera. En el ejercicio de simulación se obtendría un ratio de morosidad de 4%, mayor al 3,6% observado en 2015.

BANCA: INDICADORES FINANCIEROS

	Dic.14	Dic.15	
		Realizado	Simulado
SOLVENCIA			
Ratio de capital global (%)	14,1	14,1	14,1
CALIDAD DE CARTERA			
Cartera morosa / colocaciones (%)	3,5	3,6	4,0
RENTABILIDAD (% sobre activos)			
ROA	1,9	2,2	2,1
ROE (% sobre patrimonio)	19,4	22,1	21,4
EFICIENCIA			
Gastos operativos (% sobre activos)	3,6	3,3	3,3

En cuanto a la rentabilidad del sistema bancario en 2015, el impacto de las medidas de desdolarización habría sido bajo, debido a que el margen financiero se habría mantenido prácticamente estable (los mayores ingresos financieros generados por la desdolarización¹⁴ se habrían compensado con el costo

14 Los segmentos empresarial mayorista e hipotecario registran similares tasas de interés activas en soles y en dólares. En 2015, la tasa de interés implícita para el segmento empresarial mayorista fue de 7,5% en moneda nacional y de 5,5% en moneda extranjera; y para el segmento hipotecario, 9% y 8%, respectivamente.

financiero derivado de las operaciones de reporte de monedas con el BCRP-REPO sustitución y de expansión)¹⁵.

**COMPOSICIÓN DEL MARGEN FINANCIERO Y DE LAS PROVISIONES:
REALIZADO VERSUS SIMULADO**
(En % de los activos de 2015)

	Realizado	Simulado	Diferencia
Margen Financiero			
Total	6,43	6,42	0,01
Ingresos Financieros	8,41	8,3	0,11
Gastos Financieros	1,98	1,88	0,1
Provisiones			
Total	1,57	1,6	-0,03
Genéricas y Voluntarias	0,32	0,31	0,01
Específicas	1,14	1,18	-0,04

En cambio y como reflejo de la mejora en la calidad de activos respecto al ejercicio de simulación, el programa de desdolarización permitió una reducción en la necesidad de provisiones, sobre todo de las específicas.

El siguiente cuadro presenta el análisis de sensibilidad para diversos niveles de tasa de crecimiento anual de la cartera morosa en dólares. Los resultados muestran que el efecto de una mayor morosidad de los créditos en dólares, en la rentabilidad de la banca, en 2015, habría sido reducido. Este resultado se debe a que la desdolarización se centra en los créditos corporativos, a las grandes empresas e hipotecarios¹⁶. En el caso de los préstamos a las MYPE y de créditos de consumo en dólares, un mayor deterioro de dichos créditos tiene un bajo impacto en la morosidad de los créditos totales, debido a que registran un bajo grado de dolarización (menor al 10%).

SENSIBILIDAD DEL ROA AL AUMENTO DE LA CARTERA MOROSA EN DÓLARES
(%)

	Tasa de crecimiento anual de la cartera morosa en dólares			
	40%	100%	150%	200%
Ratio de la cartera morosa	4,05	4,77	5,33	5,93
ROA	2,11	2,07	2,05	2,03

En conclusión, los efectos del programa de desdolarización sobre la fortaleza financiera del sistema bancario son sustancialmente de mediano plazo, a través de la mejora en la calidad de activos. Los efectos en la rentabilidad serán progresivos y probablemente crecientes en el mediano plazo.

El efecto final del programa de desdolarización sobre la fortaleza financiera del sistema bancario en el mediano plazo dependerá también de que se revierta la situación actual de mayor preferencia del público por la moneda extranjera, de modo que la banca pueda sustituir el financiamiento del BCRP con recursos menos onerosos tales como los depósitos a la vista y de ahorros en moneda nacional.

15 Este costo financiero equivale al 0,1% de los activos. En ausencia del programa de desdolarización, la banca no hubiera requerido el financiamiento proveniente de las operaciones de reporte de sustitución y de expansión.

16 En el año 2015, los créditos en dólares a estos segmentos registran bajos ratios de morosidad (0,01%, 2,1% y 3,5%, respectivamente).





10. **Los indicadores financieros de las empresas que han emitido bonos en el exterior han mostrado, durante 2015, un leve deterioro, especialmente aquellos que son relevantes para medir su capacidad de pago respecto a sus obligaciones.**

Las empresas que están más expuestas al riesgo cambiario tienen una posición financiera menos sólida (mayor apalancamiento) e indicadores que acreditan una menor capacidad de pago de sus obligaciones (menor cobertura de intereses) en comparación a las empresas corporativas que presentan una baja exposición a este riesgo. La apreciación del dólar impacta negativamente en los resultados financieros de estas empresas, ya que cuentan con una posición de cambio negativa (mayores pasivos que activos en moneda extranjera) que no ha sido cubierta adecuadamente a través de instrumentos derivados. Asimismo, una apreciación del dólar conlleva a un aumento de los gastos financieros, expresados en soles, generados por pasivos en dólares.

Igualmente, las empresas corporativas que han realizado emisiones de deuda en el mercado internacional y que no tomaron oportunamente cobertura o tomaron coberturas parciales ante el incremento del costo de éstas, han visto afectada su situación financiera por el incremento en el tipo de cambio. La pérdida por diferencia de cambio registrada por algunas empresas corporativas puede debilitar su situación financiera y afectar negativamente las cotizaciones de sus acciones en el mercado bursátil. Cabe mencionar, que una reversión de la tendencia depreciatoria del sol, tal como ocurrió en el primer trimestre de 2016, aminoraría el riesgo cambiario y su efecto negativo sobre la solidez financiera de las empresas.

11. **Los inversionistas institucionales locales continúan enfrentando una limitada oferta de oportunidades de inversión en el mercado de capitales doméstico, lo que dificulta la administración eficiente de sus portafolios.**

La reducida liquidez en el mercado de capitales local está dificultando el acceso de los inversionistas institucionales, en particular las AFP y los fondos mutuos, a suficientes activos que coincidan con su horizonte de inversión. De esta manera, estos inversionistas vienen invirtiendo una importante proporción de sus portafolios en depósitos a plazo y otros activos de corto plazo, lo que afecta negativamente su rentabilidad potencial. Asimismo, se ha observado un deterioro en los indicadores bursátiles internacionales, lo que de mantenerse por un periodo muy prolongado podría deteriorar los indicadores de rentabilidad de los inversionistas institucionales.

12. **El reciente cambio normativo realizado al Sistema Privado de Pensiones mediante la Ley N° 30425, que permite la disposición de hasta el 95,5% del total del fondo disponible en la Cuenta Individual de Capitalización (CIC)**

del afiliado al cumplir los 65 años, podría ocasionar que estos fondos sean usados con fines no previsionales¹⁷.

La disposición de los fondos de jubilación para fines no previsionales desnaturalizaría el objetivo por el cual fue creado el Sistema Privado de Pensiones, esto es, asegurar el otorgamiento de una pensión al afiliado para asegurar su sostenimiento durante su vejez. De esta manera, existe el riesgo de que aquellos afiliados que malgasten los fondos retirados y se queden sin pensión para su vejez puedan generar potenciales demandas sociales para el Estado en busca de recibir una pensión. Ello pondría a prueba la consistencia y credibilidad de lo dispuesto en la Ley respecto a que dichos afiliados no tendrían derecho a recibir beneficios de garantía estatal.

Sin embargo, la Ley también presenta algunos aspectos positivos tales como la oportunidad de que se generen nuevas opciones para los afiliados al jubilarse así como una mayor competencia entre los potenciales administradores de los fondos que pueda retirar el afiliado. Además, se puede fomentar el desarrollo de una mayor cultura financiera por parte de los afiliados, en la medida que ello supondría un beneficio para que éstos puedan optimizar la asignación de sus fondos.

17 A ello se debe agregar que, el 29 de junio, se publicó la Ley N° 30478 que extiende la facultad de retirar hasta el 95,5% del fondo acumulado en la CIC a los jubilados bajo la modalidad de Retiro Programado. Además, esta Ley permite a los afiliados al Sistema Privado de Pensiones, en cualquier momento de su afiliación, disponer de hasta el 25% de la CIC para pagar la cuota inicial o amortizar un crédito hipotecario con el sistema financiero para la compra de un primer inmueble.





II. EVALUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

II.1 Panorama del sistema financiero

13. **El sistema financiero¹⁸, en general, mantiene una posición financiera estable.** El índice de fortaleza financiera (IFF)¹⁹ de la banca mantiene una posición “solvente”. En cambio, las financieras y las cajas municipales (CM) presentan una posición “moderadamente solvente”, mientras que las cajas rurales (CRAC) muestran una posición “menos solvente”, a pesar del continuo apoyo patrimonial que vienen recibiendo de sus accionistas.

Cuadro 2.1 PRINCIPALES INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO: MAR.15 Y MAR.16												
	Índice de Fortaleza Financiera (IFF) 1/		Patrimonio Efectivo (% de los activos y contingentes ponderados por riesgo 2/)		Cartera Morosa (% de las colocaciones)		Gastos Operativos (% del activo)		Utilidades (% del activo)		Activos líquidos (% de los pasivos de corto plazo, MN)	
	Mar.15	Mar.16	Feb.15	Feb.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16
Banca	5,2	4,8	14,0	14,0	3,6	3,8	3,5	3,2	2,1	2,0	6,6	8,0
Financieras	6,2	6,4	15,9	16,9	7,8	7,7	13,1	13,0	2,1	2,7	21,0	19,2
Cajas Municipales	6,2	6,6	14,5	15,3	8,2	8,3	8,5	8,5	1,9	2,0	29,1	24,7
Cajas Rurales	8,0	8,4	15,1	15,4	9,7	10,4	13,2	14,1	-1,6	-2,9	40,7	26,3

1/ El IFF toma valores discretos entre 1 y 10, de forma que los valores entre 1 y 5 denotan una posición financiera “solvente”; entre 5 y 8, una posición “moderadamente solvente”; y, entre 8 y 10, una posición financiera “menos solvente”.
2/ Última información disponible en el portal de Internet de la SBS.
Fuente: Balances de comprobación y SBS.

La banca incrementó sus activos en S/ 48,7 mil millones en los últimos doce meses y alcanzó una participación de 89,5% y 91,6% en los créditos y depósitos del sistema financiero a marzo de 2016, respectivamente (89,2% y 90,8% en marzo de 2015, respectivamente).

Por su parte, las entidades no bancarias incrementaron sus activos en S/ 2,5 mil millones en ese mismo período. Además, el número de dichas entidades se redujo

18 Considera a los bancos, las financieras, las cajas municipales, las cajas rurales y las Edpymes.

19 El IFF es elaborado para las entidades que captan depósitos del público y sintetiza la posición financiera de un grupo de entidades mediante la agregación de cinco categorías de riesgo (suficiencia de capital, calidad de activos, eficiencia operativa, rentabilidad y liquidez). En el presente REF, se ha ampliado la escala del IFF hasta el valor de 10, de forma que los valores entre 1 y 5 denotan una posición financiera “solvente”; entre 5 a 8, una posición “moderadamente solvente”; y, entre 8 y 10, una posición financiera “menos solvente”. Los umbrales son diferenciados entre la banca y las entidades no bancarias y se obtuvieron en base a la distribución conjunta de los 9 bancos y 29 entidades no bancarias que han operado desde 2001. Ver Recuadro 1 del REF de mayo de 2015.

de 45 a 42, por los procesos de consolidación efectuados: CRAC Señor de Luren fue intervenida y liquidada por la SBS en junio de 2015; CRAC Credinka se convirtió en empresa financiera, luego de absorber a Financiera Nueva Visión en setiembre de 2015; Financiera TFC absorbió a CRAC Libertadores de Ayacucho en octubre último; Financiera Edyficar fue absorbida por Solución Empresa Administradora Hipotecaria en setiembre de 2015; y, Edpyme Santander Consumo inició operaciones en noviembre de 2015²⁰.

Cuadro 2.2 ACTIVOS FINANCIEROS Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO (A marzo de 2016. Millones de S/)					
	Activos	Participación (%)			Número de Entidades
		Activos	Créditos	Depósitos	
Total	392 680	100,0	100,0	100,0	59
1. Banca	359 560	91,6	89,5	91,5	17
2. No Banca	33 121	8,4	10,5	8,5	42
- Financieras	11 407	2,9	3,7	2,1	11
- Cajas Municipales	18 921	4,8	5,9	6,1	12
- Cajas Rurales	641	0,2	0,2	0,2	7
- Edpymes	2 151	0,5	0,7	0,0	12

Fuente: Balances de comprobación.

14. **La banca registra mejoras en sus indicadores de eficiencia operativa, como resultado del crecimiento de los créditos otorgados a las empresas de mayor tamaño en los últimos doce meses.** También registra mejoras en su posición de liquidez. Sin embargo, el aumento de la morosidad genera un deterioro en la calidad de los activos.



20 CRAC Cajamarca fue adquirida por el Grupo Diviso en febrero de 2016 y se espera que se fusione con Financiera Credinka.





15. **Las financieras muestran mejoras en sus indicadores de suficiencia de capital y de rentabilidad.** La mayor rentabilidad obedece al uso de las provisiones procíclicas para la constitución de provisiones específicas, lo que conlleva la realización de menores gastos por este concepto.



16. **Las CM mejoraron sus indicadores de suficiencia de capital (de 14,5% en febrero de 2015 a 15,3% en febrero de 2016).** Asimismo, en los últimos doce meses, las CM redujeron sus tasas de interés pasivas y atenuaron el efecto del requerimiento de mayores provisiones específicas sobre su rentabilidad con el uso de sus provisiones procíclicas. Sin embargo, algunas CM, especialmente las que muestran menor fortaleza financiera, incrementaron sus gastos operativos por la mayor contratación de personal, pese a la desaceleración de sus colocaciones y a la disminución de sus depósitos.



17. **Las CRAC muestran bajos niveles de calidad de activos y rentabilidad.** Asimismo, su baja escala operativa (sus activos representan el 0,2% del total del

sistema financiero) no les permite cubrir sus gastos operativos ni sus provisiones. Por ello, se espera que en los próximos meses se lleven a cabo procesos de consolidación entre las CRAC.



18. **Es importante señalar que las entidades financieras con problemas de gobierno corporativo tienden a presentar deficiencias en la administración de riesgos, las cuales afectan su fortaleza financiera.** En el Recuadro 2 se presenta evidencia de la relación entre la calidad del gobierno corporativo y la fortaleza financiera.



Recuadro 2 GOBIERNO CORPORATIVO Y FORTALEZA DEL SISTEMA FINANCIERO

De acuerdo al Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria²¹, un adecuado gobierno corporativo de las entidades financieras incrementa la eficiencia de la gestión de los riesgos y, con ello, en la fortaleza financiera de dichas entidades. Por ello, un buen gobierno corporativo es una condición necesaria para la estabilidad del sistema financiero.

En la experiencia internacional, el caso español ilustra que las deficiencias del gobierno corporativo generan riesgos para la estabilidad financiera. Tal como se señaló en el REF de noviembre de 2014 para el caso de las Cajas de Ahorro en España, “los conflictos de intereses presentes en sus instancias de gobierno corporativo como en la supervisión y control interno, por efecto de administraciones politizadas, menoscabaron seriamente su capacidad de gestión de riesgos, superponiendo la actividad social sobre el negocio financiero”. (pp 35)

En ese contexto, el gobierno corporativo debe facilitar el ejercicio de los derechos y responsabilidades de los diversos grupos que proveen recursos a las entidades financieras. Al respecto, Hopt (2013) señala que el directorio y la gerencia no solo deben velar por el interés de los accionistas, sino también poner atención en los depositantes y en los tenedores de deuda, buscando la generación de valor en las operaciones financieras y procurando la solvencia y seguridad de los recursos recibidos. En caso contrario, un gobierno corporativo débil puede afectar la fortaleza financiera al estar asociado a deficientes prácticas de gestión de riesgos y de otorgamiento de créditos en las entidades financieras. Por ello, es importante evaluar la calidad del gobierno,

De acuerdo a la literatura se elaboró el índice de gobierno corporativo (IGC) considerando las siguientes categorías: (i) Compensación del Directorio, (ii) Concentración del accionariado y (iii) transparencia y disciplina de mercado.

- (i) Compensación del Directorio: Levit y Malenko (2016) señalan que, en el mercado laboral de directores, los postulantes a esos puestos buscan obtener prestigio, poder y red de contactos. A su vez, las empresas eligen a los directores sobre la base de su reputación y credenciales profesionales, para lo cual establecen los niveles de compensación. Por tanto, la reputación del directorio, expresada en su nivel de compensación, tendría efectos sobre la calidad del gobierno corporativo.
- (ii) Concentración del accionariado: Para Laeven y Levine (2011), la concentración del accionariado puede afectar el control y la gestión de los riesgos de las entidades financieras en caso los accionistas mayoritarios, por su influencia en el Directorio, se orienten a la toma excesiva de riesgos. A nivel internacional, la literatura empírica es amplia y señalan distintos niveles de tenencia de acciones para medir la concentración del accionariado. Por ejemplo, Caprio, Laeven y Levine (2007) consideran que un banco registra un accionariado concentrado si un accionista posee directa o indirectamente más del 10% de las acciones con derecho a voto.
- (iii) Transparencia y disciplina de mercado: Briano y Saavedra (2015) señalan la existencia de una relación directa entre la transparencia de información y las buenas prácticas de gobierno corporativo. Así, una mayor disponibilidad de información para los accionistas, los acreedores (por ejemplo, los depositantes y tenedores de bonos) y los entes supervisores propicia un mayor control y disciplina de mercado sobre la administración de los recursos y gestión de los riesgos²², con lo cual se mejora la calidad de gobierno corporativo.

21 Banco Internacional de Pagos (2006): “*Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations*”.

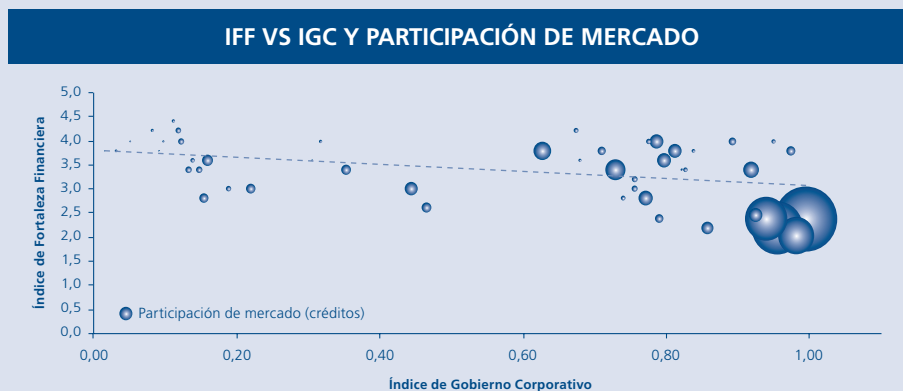
22 Por ejemplo, los depositantes pueden ejercer la disciplina de mercado a una entidad financiera con administración deficiente mediante la exigencia de una mayor tasa de interés por los depósitos o el retiro de los mismos.

Índice de Gobierno Corporativo (IGC)

Con base a lo anterior, se procede a la construcción de un índice de gobierno corporativo para el sistema financiero peruano. Para ello, se utiliza variables financieras que están disponibles en el mercado y que puedan medir adecuadamente las dimensiones señaladas en cada una de las tres categorías del gobierno corporativo:

- (i) Compensación al Directorio: En el caso peruano, la mayoría de entidades financieras cuenta con un Directorio y se observa diferencias en las compensaciones de sus miembros. A partir de la cuenta de gastos operativos, se utiliza la distribución del pago anual al conjunto del Directorio de las entidades financieras, al cual se le asigna percentiles de 1 (el más bajo monto pagado en el sistema financiero) a 100 (el más alto monto pagado en el sistema financiero).
- (ii) Concentración del accionariado: Esta variable es disímil entre las entidades financieras, siendo las cajas municipales las entidades más concentradas. Los bancos tienen una menor concentración o tiene como propietarios a subsidiarias con accionariado difundido. Para medir esta categoría, se asigna una variable dicotómica (*'dummy'*) cuyo valor es 1 si una entidad financiera peruana tiene un accionariado concentrado (un accionista con más del 50% de las acciones); y, 0 en otro caso.
- (iii) Transparencia y disciplina de mercado: esta categoría se mide mediante dos variables dicotómicas: la primera toma el valor de 1 si la entidad financiera reporta información a la Superintendencia del Mercado de Valores y el valor de 0 en otro caso; y, la segunda toma el valor de 1 si la entidad financiera cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima.

Para la construcción del IGC, se considera que las dos primeras categorías tienen un peso del 25% cada una, mientras que la categoría de transparencia y disciplina de mercado, un peso de 50% (en esta categoría, las dos variables utilizadas tienen el mismo peso). De esa forma, el IGC toma valores entre 0 y 1, en el cual un valor más alto implica un mejor gobierno corporativo.



El gráfico anterior ilustra la relación entre el IGC, el índice de fortaleza financiera (IFF)²³ y la participación de mercado por colocaciones. Se aprecia que algunas de las entidades de mayor tamaño muestran valores de IGC más altos, al igual que una mayor fortaleza financiera (menores valores del IFF).

23 El IFF sintetiza la posición financiera de una entidad financiera mediante la agregación de cinco categorías de riesgo (suficiencia de capital, calidad de activos, eficiencia operativa, rentabilidad y liquidez). Para fines de la estimación econométrica, se utiliza el IFF con un rango de valores de 1 al 5 correspondiente a la metodología publicada en el REF de mayo de 2015 (Recuadro 1).





Impacto del Gobierno Corporativo sobre la Fortaleza Financiera

A fin de evaluar la relación entre el gobierno corporativo y la fortaleza financiera, se propone un modelo de regresión lineal simple entre el IGC y el IFF, mediante la siguiente ecuación:

$$IFF_i = \beta_0 + \beta_1 IGC_i + \beta_2 MER_i + \beta_3 DEP_i + \epsilon_i$$

La variable dependiente es el IFF, utilizado para evaluar la fortaleza financiera de los bancos, las financieras, las CM y las CRAC, mientras que la variable independiente es el IGC y las variables de control son la participación de mercado por colocaciones (MER) y el nivel de depósitos (DEP). β_0 , β_1 y β_2 son parámetros del modelo y ϵ_i es el término de perturbación.

Los datos de corte transversal corresponden a la banca, las financieras, las CM y las CRAC a diciembre de 2014. En el cuadro siguiente se presenta los resultados del modelo mencionado (Modelo 1)²⁴ y muestra una relación inversa entre el IGC y el IFF. Así, los bancos que muestran un mayor IGC (mayor calidad de gobierno corporativo) tienden a ser más solventes (menor valor del IFF).

Adicionalmente se estima dos modelos en los cuales se sustituye, como variable explicativa, el IFF por el ROA (Modelo 2) y por el ratio de morosidad (Modelo 3). Los resultados de estos dos últimos modelos muestran la consistencia de las regresiones, pues un mayor IGC tiene una relación directa con el ROA (mejor IGC, mayor ROA) y una relación inversa con el ratio de morosidad (mejor gobierno corporativo, menor morosidad).

RESULTADO DE LAS REGRESIONES			
VARIABLES	IFF 1/ Modelo 1	ROA Modelo 2	MOR Modelo 3
IGC	-0,618** (0,284)	2,274* (1,23)	-9,528*** (2,703)
MER	-0,044*** (0,0151)	0,0286 (0,029)	-0,0401 (0,0632)
DEP	-0,004 (0,004)	0,006 (0,0222)	-0,0422 (0,0266)
Constante	0,891** (0,358)	0,915 (2,008)	15,77*** (2,951)
Observaciones	47	47	47
R-cuadrado	0,213 2/	0,134	0,375

Errores estándar en paréntesis
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1
1/ Modelo Tobit.
2/ Pseudo R-cuadrado.

Los resultados de las regresiones muestran la importancia del gobierno corporativo en el desempeño de las entidades financieras. Por ello, es relevante poner especial interés en las entidades financieras que presentan un gobierno corporativo débil e implementar medidas para mejorarlo con el fin de preservar su solvencia en el mediano plazo.

Referencias

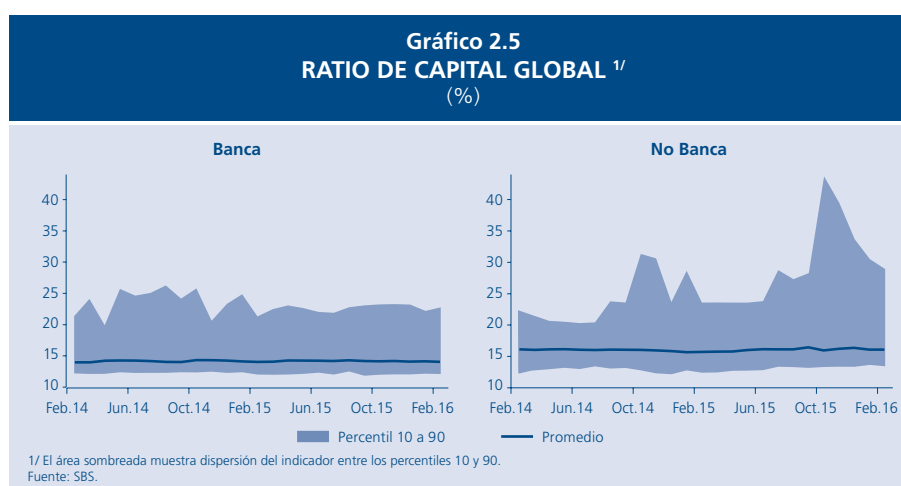
- Briano G. y Saavedra M., 2015. La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales* 31 (2015) 275–286.
- Caprio, G., Laeven, L. and Levine, R., 2007. *Governance and Bank Valuation*. *Journal of Financial Intermediation*, Elsevier, vol. 16(4).
- Laeven, L. y Levine, R., 2009. *Bank Governance, Regulation and Risk Taking*. *Journal of Financial Economics* 93.
- Levit, D. and Malenko, N., 2016. *The Labor Market for Directors and Externalities in Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, Vol. LXXI, N° 2.
- Hopt, K., 2013. *Better Governance of Financial Institutions*. *ECGI Working Paper Series in Law*.
- Quintana, D. 2016. *Impact of Corporate Governance on Peruvian Banks' Financial Strength*.

24 Se utiliza el modelo TOBIT, ya que la variable independiente (IFF) muestra límites superior e inferior (5 y 1, respectivamente).

Suficiencia de Capital

19. **En los últimos doce meses, el ratio de capital global²⁵ se mantuvo en niveles superiores al requerimiento mínimo regulatorio (10%).**

En la banca, la expansión de los activos vino acompañada con una mejora de la base patrimonial, a través de la capitalización de utilidades y de la emisión de bonos subordinados, principalmente en los bancos de mayor tamaño.



En las entidades no bancarias, los préstamos subordinados de COFIDE, los aportes de capital efectuados por los accionistas y la capitalización de utilidades les permitieron mantener estable sus niveles de suficiencia de capital. Cabe indicar que, en setiembre de 2015, algunas entidades no bancarias recibieron aportes de capital por lo que su ratio de capital global se incrementó a niveles superiores al 40%, aunque luego se redujo por el rápido crecimiento de las colocaciones.

Calidad de Activos

20. **El ratio de morosidad de los créditos del sistema financiero se elevó ligeramente los últimos doce meses, por la menor calidad de la cartera en los segmentos de medianas empresas, de consumo e hipotecario.** Se observa también ligeros aumentos en el ratio de morosidad en el segmento de grandes empresas. Este deterioro se explica, en parte, por la actividad económica de los dos últimos años. Además, el sistema financiero podría enfrentar un escenario de mayor morosidad en caso el crecimiento económico sea menor al esperado.

25 El Ratio de Capital Global considera el Patrimonio Efectivo (PE) como porcentaje de los activos y contingentes ponderados por riesgo totales: riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional. El artículo 199° de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS (Ley 26702) señala que el PE de las empresas debe ser mayor o igual al 10% de los Activos y Contingentes Ponderados por Riesgo totales.





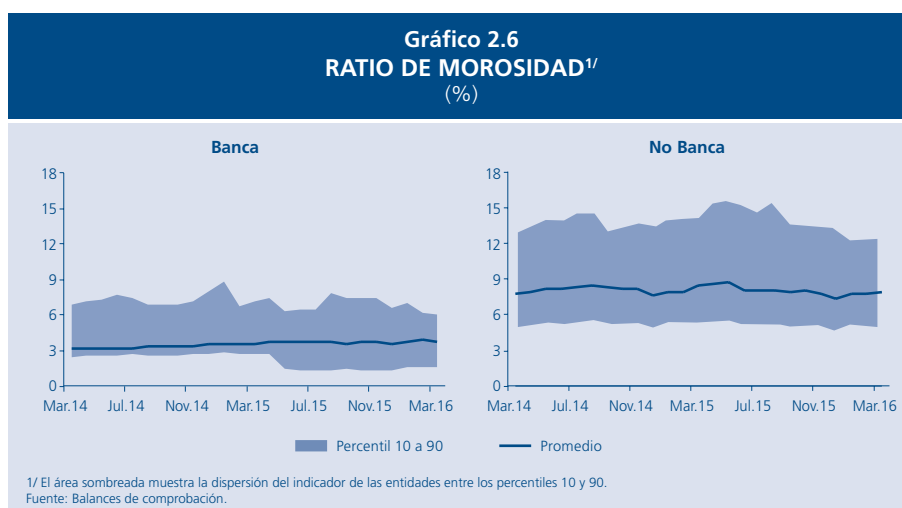
Ello se dio en un contexto en el cual las entidades financieras adoptaron medidas correctivas en su política crediticia para realizar una mejor selección de deudores y una recuperación más eficiente de los préstamos. Así, algunas entidades ajustaron sus modelos de *scoring* y fortalecieron sus áreas de cobranzas y de riesgos, mientras que otras se reorganizaron internamente para salvaguardar la calidad de la cartera.

Cuadro 2.3
RATIO DE CARTERA MOROSA POR TIPO DE CRÉDITO
(%)

	Sistema		Banca		Financieras		CM		CRAC	
	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16
Total	4,1	4,2	3,6	3,8	7,8	7,7	8,2	8,3	9,7	10,4
Total empresas	4,4	4,3	3,7	3,7	9,1	8,7	9,9	9,9	10,1	10,8
Corporativos	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grandes empresas	1,3	1,6	1,3	1,6	16,6	15,9	8,1	2,9	21,6	0,0
Medianas empresas	7,4	8,2	7,2	8,0	6,7	5,8	9,4	12,3	8,0	9,6
Pequeñas empresas	11,9	11,4	11,9	11,8	11,3	11,1	11,6	10,9	14,4	14,6
Microempresas	6,7	6,0	4,8	3,8	6,7	6,0	7,6	7,8	7,9	9,0
Total hogares	3,5	4,0	3,3	3,9	6,0	6,6	3,1	3,6	6,2	7,2
Consumo	4,7	5,2	4,7	5,1	6,0	6,7	3,4	3,9	6,2	7,2
Hipotecarios	2,0	2,6	1,9	2,6	5,3	4,9	2,3	2,5	3,9	0,0

Fuente: Balances de comprobación.

Como resultado de esas medidas, en los últimos doce meses, los bancos desaceleraron la tasa de crecimiento anual de los créditos hipotecarios (de 10,1% a 7,1%) y en los créditos a las grandes empresas (de 11,6% a -2,3%). Asimismo, los bancos han venido reevaluando sus políticas de otorgamiento de créditos a las empresas, sobre todo en las medianas empresas.



21. **A nivel de segmentos, el ratio de morosidad en moneda extranjera es mayor que en moneda nacional, salvo en el segmento corporativo.** Sin embargo, a nivel global, el ratio de morosidad en moneda nacional es mayor que en moneda extranjera como reflejo de que la cartera en esta última moneda se concentra en los segmentos corporativo y grandes empresas²⁶.

Es importante señalar que, en los últimos doce meses, el saldo de la cartera morosa del sistema financiero creció 15,4% anual en moneda nacional y 3,3% anual en moneda extranjera. En esta última moneda, la cartera morosa en los créditos hipotecarios registra una tasa de crecimiento anual de 19,9%²⁷ y en las grandes empresas, 6,1%. En cambio, se observa una reducción de los créditos morosos en moneda extranjera en los segmentos de empresas corporativas (65,6%), de pequeñas empresas (13%) y de microempresas (20,2%).

Cuadro 2.4
RATIO DE MOROSIDAD POR TIPO DE CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO
(%)

	MN		ME		Total	
	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16
Total	4,6	4,3	3,2	4,0	4,1	4,2
Total empresas	5,4	4,5	3,3	3,9	4,4	4,3
Corporativos	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Grandes empresas	0,8	0,9	1,7	2,4	1,3	1,6
Medianas empresas	8,7	8,1	6,4	8,3	7,4	8,2
Pequeñas empresas	11,7	10,7	14,1	22,0	11,9	11,4
Microempresas	6,7	5,9	8,1	11,1	6,7	6,0
Total hogares	3,6	4,0	2,9	4,3	3,5	4,0
Consumo	4,8	5,1	4,2	5,8	4,7	5,2
Tarjeta de Crédito	5,1	6,1	3,3	2,9	5,0	5,9
Préstamos	4,6	4,5	4,6	7,6	4,6	4,7
Hipotecarios	1,7	2,2	2,5	3,8	2,0	2,6

Fuente: Balances de comprobación.

El ratio de morosidad de los créditos de consumo se incrementó en los últimos doce meses, pese a los castigos de cartera efectuados (5,9% de las colocaciones).

26 En moneda extranjera, la cartera de créditos en el segmento corporativo y de grandes empresas representa el 50% de los créditos en dicha moneda. En moneda nacional, dichos segmentos representan el 30%.

27 En los últimos doce meses, el ratio de morosidad de los créditos hipotecarios aumentó tanto en aquellos financiados con recursos propios como en los financiados con fondos de Mivivienda.





22. **Las entidades financieras realizan periódicamente castigos de los créditos²⁸, a fin de reducir su cartera morosa y, por ende, su ratio de morosidad.**

En los últimos doce meses, el sistema financiero realizó castigos de cartera por S/. 4 592 millones (10,6% más que en el mismo periodo del año anterior). Los castigos se dieron principalmente en la cartera de consumo (60,6% del total de castigos) y MYPE (34,8%). En el segmento de empresas de mayor tamaño (medianas y grandes empresas así como corporativos), los castigos son reducidos.

Cuadro 2.5 CASTIGOS ANUALES POR TIPO DE CRÉDITOS (Millones de S/)								
	Consumo		Pequeñas Empresas		Microempresas		Total	
	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16
Sistema Financiero	2 430	2 782	1 151	1 161	421	435	4 151	4 592
Banca	2 022	2 322	887	873	143	152	3 181	3 547
Financieras	349	386	95	131	123	145	581	674
CM	42	40	156	144	132	115	334	303
CRAC	2	1	6	7	11	13	20	19
Edpymes	16	32	7	7	12	10	35	49
Castigos/Colocaciones (%)								
Sistema Financiero	5,9	5,9	5,3	5,1	5,0	5,0	1,8	1,8
Banca	5,8	5,9	6,5	6,4	4,9	5,1	1,6	1,6
Financieras	10,2	9,4	4,2	4,9	6,7	7,2	7,3	7,2
CM	1,7	1,4	2,9	2,4	4,4	3,6	2,4	2,0
CRAC	3,2	2,6	3,3	4,4	4,5	5,5	3,8	4,0
Edpymes	3,8	3,6	1,9	1,7	3,2	2,9	2,6	2,7

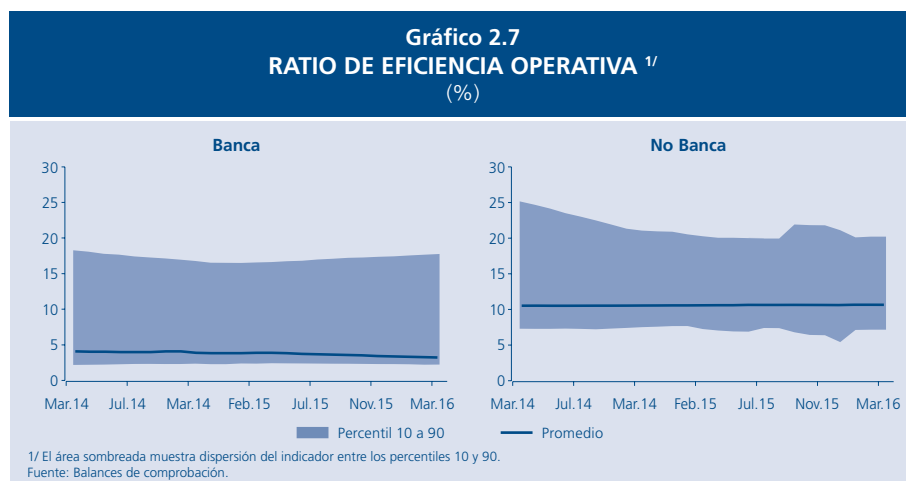
Fuente: SBS.

Eficiencia Operativa

23. **La eficiencia operativa (gastos operativos como proporción del activo promedio) mejoró en los últimos doce meses, por el crecimiento de los créditos a las empresas de mayor tamaño en la banca y por los procesos de consolidación en algunas entidades no bancarias.**

En los últimos doce meses, el crecimiento de los créditos en la banca se orientó principalmente al segmento corporativo cuya participación en la estructura de créditos pasó de 19,9% a 24,3%. En las entidades no bancarias, se llevaron a cabo procesos de consolidación, principalmente entre las empresas financieras, con los cuales se espera una mayor eficiencia operativa en la medida que se consoliden las nuevas entidades, aprovechando los procesos de sinergias derivadas de las fusiones y adquisiciones de cartera de créditos.

28 La entidad financiera puede proceder al castigo de un crédito clasificado como Pérdida, íntegramente provisionado, cuando exista evidencia real y comprobable de su poca posibilidad de recuperación o cuando el monto del crédito no justifique iniciar acción judicial o arbitral. De esta forma, la pérdida ha sido ya interiorizada por la entidad financiera.



Rentabilidad

24. **La rentabilidad del sistema financiero se mantuvo estable en los últimos doce meses.** Sin embargo, la mejora en la eficiencia operativa se compensó con la reducción del margen financiero.

En la banca, la reducción del margen financiero se debió a la mayor participación de los créditos corporativos en la estructura del activo, los cuales son los créditos de menor margen. Además, la mayor participación de esos créditos permitió la mejora de la eficiencia operativa.

Cuadro 2.6
ROA DEL SISTEMA FINANCIERO
(% del activo, últimos 12 meses)

	Sistema		Banca		Financieras		CM		CRAC	
	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16	Mar.15	Mar.16
Margen financiero	7,6	7,1	6,7	6,2	20,9	21,3	13,9	13,8	14,8	15,4
Ing. netos por servicios financieros	1,2	1,1	1,3	1,2	1,1	1,3	0,0	0,1	-0,5	-0,7
Gastos operativos	4,2	3,8	3,5	3,2	13,1	13,0	8,5	8,5	13,2	14,1
Provisiones	1,8	1,7	1,5	1,5	6,0	6,1	2,7	2,6	3,1	4,0
Otros ^{1/}	-0,8	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	0,5	0,5
ROA	2,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,7	1,9	2,0	-1,6	-2,9
ROE	19,3	19,5	20,5	20,5	13,4	15,9	14,1	14,3	-11,4	-19,8

1/ Considera ingresos y gastos extraordinarios, resultados de ejercicios anteriores e impuesto a la renta.
Fuente: Balances de comprobación.

En las entidades no bancarias, excepto las CM, el aumento del margen financiero se debió a la reducción de la tasa de interés promedio de los depósitos²⁹. Además, el

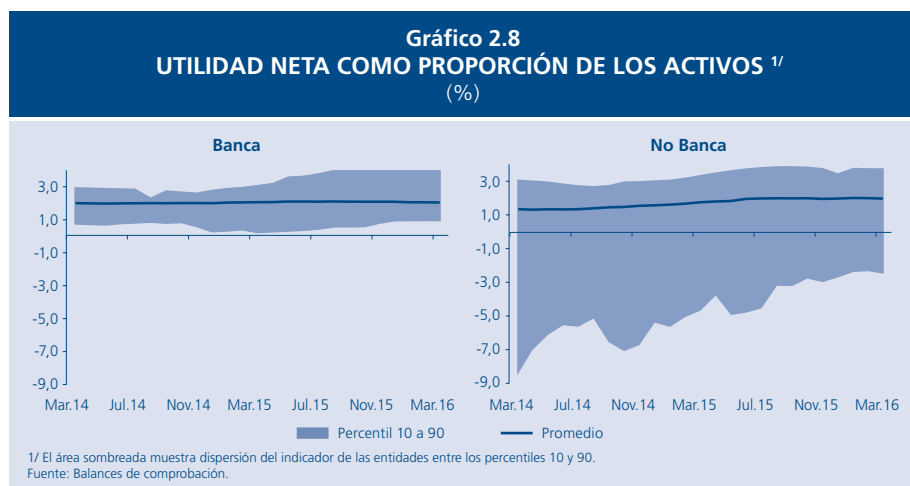
29 Si bien el promedio de tasas de interés pasivas se redujo entre marzo de 2015 y de 2016, algunas entidades incrementaron sus tasas de interés en los últimos meses, sobre todo para las modalidades de depósitos con plazos mayores a un año.





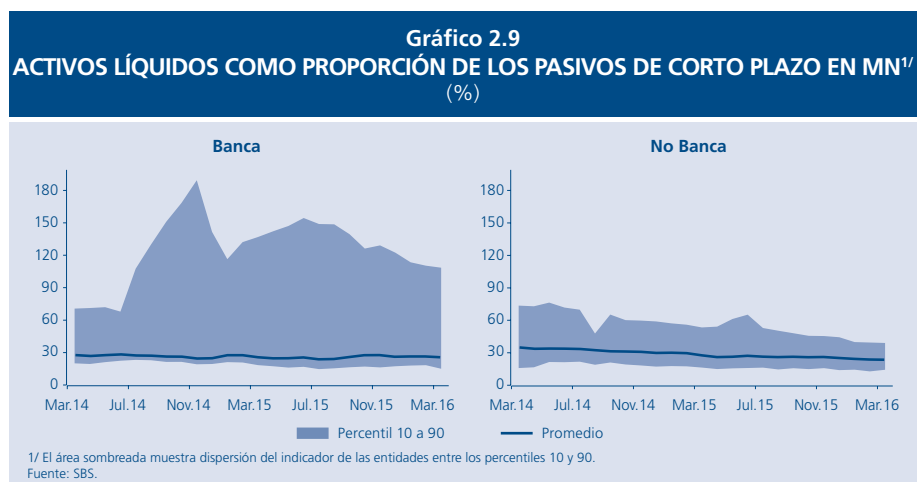
impacto del gasto en provisiones sobre la rentabilidad fue compensado con el uso de casi la totalidad de las provisiones procíclicas que atenuaron el requerimiento de provisiones derivado del deterioro de los créditos.

En el caso de las CRAC, el deterioro del ROA fue resultado del mayor gasto en provisiones asociado a la menor calidad de sus activos y, sobre todo, de la baja escala operativa en la que operan, desarrollando sus actividades en niveles inferiores a los de su punto de equilibrio.



Liquidez

25. **La liquidez del sistema financiero (activos líquidos como proporción de los pasivos de corto plazo en moneda nacional) se mantuvo en niveles holgados para todas las entidades financieras, mostrando una adecuada cobertura para las obligaciones de corto plazo.**



II.2 Intermediación Financiera Indirecta

II.2.1 Depósitos en el Sistema Financiero

26. **Los depósitos en el sistema financiero crecieron 9,3%, en los últimos doce meses a un mayor ritmo al registrado en el mismo periodo del año anterior.** Dicho crecimiento refleja la expansión de todas las modalidades de depósitos.

Cuadro 2.7 DEPÓSITOS POR MONEDA EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/ (Millones de S/)								
	Mar.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16	Mar.15/Mar.14		Mar.16/Mar.15	
					Flujo	Var. %	Flujo	Var. %
Depósitos Totales	214 935	215 455	233 023	235 594	520	0,2	20 140	9,3
Índice de Dolarización (%)	49,2	47,7	49,0	49,6				
Vista	65 933	62 854	65 886	69 955	-3 079	-4,7	7 100	11,3
Ahorro	48 090	54 082	58 100	60 151	5 992	12,5	6 068	11,2
Plazo	100 911	98 518	109 037	105 489	-2 394	-2,4	6 971	7,1
de los cuales CTS	15 883	15 811	17 536	16 478	-72	0	667	4,2

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de febrero de 2016 (S/ 3,524 por US\$ 1). No se considera a Banco de la Nación.
Fuente: Balances de comprobación.

27. **El ratio de dolarización de los depósitos se incrementó en los últimos doce meses.** En dicho periodo, los depósitos crecieron 5,3% en moneda nacional y 13,8% en moneda extranjera.

Cuadro 2.8 DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/ (Millones de S/)								
	Mar.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16	Mar.15/Mar.14		Mar.16/Mar.15	
					Flujo	Var. %	Flujo	Var. %
Sistema Financiero	214 935	215 455	233 023	235 594	520	0,2	20 140	9,3
Moneda Nacional	109 206	112 738	118 782	118 738	3 532	3,2	6 000	5,3
Moneda Extranjera	105 729	102 716	114 241	116 857	-3 012	-2,8	14 140	13,8
% de dolarización	49,2%	47,7%	49,0%	49,6%				
Banca	196 059	196 191	212 991	215 579	132	0,1	19 388	9,9
Moneda Nacional	92 872	96 011	101 457	101 520	3 139	3,4	5 508	5,7
Moneda Extranjera	103 187	100 180	111 534	114 060	-3 007	-2,9	13 880	13,9
% de dolarización	52,6%	51,1%	52,4%	52,9%				
No Banca	18 875	19 263	20 031	20 015	388	2,1	752	3,9
Moneda Nacional	16 334	16 727	17 324	17 218	393	2,4	492	2,9
Moneda Extranjera	2 542	2 537	2 707	2 797	-5	-0,2	260	10,3
% de dolarización	13,5%	13,2%	13,5%	14,0%				

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2016 (S/ 3,326 por US\$ 1).
Fuente: Balances de comprobación.





En la banca, los mayores depósitos se efectuaron principalmente en los bancos de mayor tamaño y provinieron de las AFP, de las empresas del estado, y del sector construcción. En las entidades no bancarias, algunas de ellas afrontaron una contracción en sus captaciones como resultado de la reducción de sus tasas de interés pasivas, en línea con el redimensionamiento de sus operaciones.

28. **En los últimos doce meses, las operaciones de reporte de monedas con el Banco Central han pasado a ser una fuente de financiamiento importante para el sistema financiero.**

Cuadro 2.9 ADEUDADOS DEL SISTEMA FINANCIERO Y VALORES EMITIDOS 1/ (Millones de S/)								
	Mar.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16	Mar.15/Mar.14		Mar.16/Mar.15	
					Flujo	Var. %	Flujo	Var. %
Operaciones de reporte								
con BCRP	800	15 821	28 856	30 660	15 022	1 878,6	14 838	93,8
Con Valores	800	3 839	1 614	2 955	3 040	380,1	-884	-23,0
Con Monedas	0	11 982	27 242	27 705	11 982	n.a.	15 723	131,2
Adeudados con el Exterior	46 651	42 724	36 517	35 666	-3 926	-8,4	-7 059	-16,5
En US\$	14 026	12 846	10 979	10 723	-1 181	-8,4	-2 122	-16,5
Corto plazo	1 655	2 261	2 563	2 610	606	36,6	350	15,5
Largo plazo	12 372	10 585	8 417	8 113	-1 787	-14,4	-2 472	-23,4
Adeudado con COFIDE	3 767	4 206	4 585	4 692	439	11,6	485	11,5
Valores emitidos	18 021	19 940	19 021	19 394	1 919	10,6	-546	-2,7

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2016.
Fuente: Balances de comprobación.

A marzo de 2016, las operaciones de reporte de monedas con el Banco Central ascendieron a S/ 27 705 millones. De este monto, S/ 15 000 millones correspondieron a las operaciones de reporte regulares que tienen un plazo que varía entre 1 y 7 días. El monto restante corresponde a las operaciones de reporte de monedas de expansión (S/ 7 900 millones) y de sustitución (S/ 4 805 millones), cuyos plazos fluctúan entre 2 y 4 años³⁰. Dichas operaciones son parte de las medidas implementadas por el Banco Central para desincentivar el otorgamiento de créditos en moneda extranjera y que por el plazo de las mismas brindan al sistema financiero un financiamiento estable de mediano plazo.

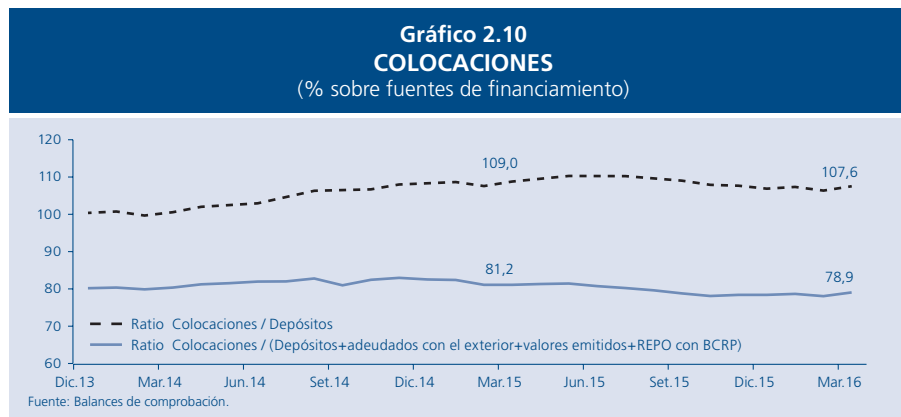
Por otra parte, la dependencia del financiamiento con el exterior del sistema financiero se redujo en ese mismo período. A marzo de 2016, los adeudados con el exterior del sistema financiero decrecieron en 16,5% con respecto a marzo de 2015, por la decisión de los propios bancos locales de no renovar tales adeudados ante los mayores niveles de liquidez en moneda extranjera proveniente de los depósitos en dólares del público.

Asimismo, los valores emitidos registraron un decrecimiento anual de 2,7% y corresponden principalmente a emisiones de bonos corporativos y subordinados,

30 El repo de monedas en la modalidad expansión tiene como objetivo apoyar el crecimiento del crédito en moneda nacional. Mientras que el repo de monedas en la modalidad sustitución, tiene como objetivo apoyar la conversión de créditos en moneda extranjera a moneda nacional.

efectuadas por algunos bancos en el mercado doméstico, y cuyos plazos fluctúan entre 2 y 20 años.

Cabe señalar que el ratio de colocaciones sobre depósitos del sistema financiero se redujo en los últimos doce meses (de 109% a 107,6%). Del mismo modo, el ratio de colocaciones sobre fuentes de financiamiento disminuyó de 81,2% a 78,9%, por el crecimiento de los depósitos y de las operaciones de reporte de monedas con el Banco Central. Esta disminución refleja una menor exposición del sistema financiero al riesgo liquidez, ya que el financiamiento del BCRP es más estable que los depósitos.



29. **En los últimos doce meses, las tasas de interés de los depósitos a plazo en moneda extranjera se redujeron en todos los grupos de entidades (excepto en las financieras).** Esta reducción también se dio en los depósitos de CTS en moneda extranjera, en un contexto de holgados niveles de liquidez provenientes de mayores captaciones en dólares. En cambio, las tasas de interés en moneda nacional aumentaron en todos los grupos de entidades.

Cuadro 2.10
TASAS DE INTERÉS PASIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO
(%)

		Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
		Ahorro	Plazo*	CTS	Ahorro	Plazo*	CTS
Banca	Mar.15	0,42	4,15	4,25	0,20	1,14	1,87
	Set.15	0,40	4,10	4,06	0,17	0,58	1,66
	Mar.16	0,91	4,55	3,52	0,17	0,70	1,62
Financieras	Mar.15	0,95	5,41	7,90	0,20	1,08	3,44
	Set.15	0,98	5,83	6,88	0,25	1,15	3,31
	Mar.16	0,89	6,40	6,85	0,32	1,26	2,94
CM	Mar.15	0,72	5,15	6,50	0,35	1,67	1,83
	Set.15	0,72	6,07	6,73	0,24	1,08	1,77
	Mar.16	0,69	6,11	6,91	0,22	1,07	0,81
CRAC	Mar.15	0,92	6,51	7,11	0,52	2,79	2,49
	Set.15	0,92	6,23	5,61	0,45	1,91	2,30
	Mar.16	0,91	6,74	5,91	0,43	1,14	1,80

* Corresponde a los depósitos a plazo mayor a 360 días.
Fuente: SBS.



**II.2.2 Colocaciones del Sistema Financiero**

30. **Las colocaciones del sistema financiero crecieron en 8,8% en los últimos doce meses, a un ritmo menor al registrado en el mismo período del año anterior.** Este crecimiento se ha dado principalmente en los créditos corporativos y de consumo.

Cuadro 2.11								
COLOCACIONES BRUTAS DEL SISTEMA FINANCIERO POR TIPO DE CRÉDITO 1/								
(Millones de S/)								
	Mar.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16	Mar.15/Mar.14		Mar.16/Mar.15	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Total	213 372	233 124	250 402	253 561	19 752	9,3	20 437	8,8
A Empresas	143 582	155 314	165 627	167 555	11 732	8,2	12 240	7,9
Corporativos 2/	36 575	44 087	52 903	55 985	7 512	20,5	11 898	27,0
Grandes	34 942	38 942	39 070	38 072	4 000	11,4	-870	-2,2
Medianas	41 010	41 282	41 799	41 970	272	0,7	689	1,7
Pequeñas	22 461	22 435	22 959	22 746	-25	-0,1	311	1,4
Microempresa	8 594	8 568	8 896	8 781	-26	-0,3	213	2,5
A Hogares	69 790	77 810	84 775	86 007	8 020	11,5	8 197	10,5
Consumo	36 980	41 561	46 702	47 358	4 581	12,4	5 797	13,9
Vehicular	2 566	2 747	2 996	2 967	181	7,1	220	8,0
Hipotecario	32 810	36 249	38 073	38 649	3 439	10,5	2 400	6,6

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de marzo de 2016 (S/ 3,326 por US\$ 1).
2/ Incluye préstamos a Bancos Multilaterales de Desarrollo, entidades del Sector Público y empresa del Sistema Financiero, Intermediarios de Valores y empresas corporativas privadas.
Fuente: Balances de Comprobación.

31. **El ratio de dolarización de las colocaciones continuó reduciéndose sostenidamente, sobre todo en la banca, debido, en parte, a las medidas prudenciales tomadas por el BCRP y la SBS para desincentivar el otorgamiento de créditos en moneda extranjera.**

Una de estas medidas³¹ fue el Programa de Desdolarización del Crédito de BCRP que establecía metas para el año 2015 y que constaba de dos partes:

- Establecimiento de un encaje adicional en moneda extranjera para aquellas entidades financieras que no redujeron sus créditos totales en moneda extranjera³² en 5% a junio de 2015 y en 10% a diciembre de 2015, respecto al saldo registrado en setiembre de 2013; y para aquellas que no redujeron la suma de los créditos hipotecarios y vehiculares en moneda extranjera en 10% a junio de 2015 y en 15% a diciembre de 2015, respecto al saldo registrado en febrero de 2013³³.

31 En 2013, la SBS elevó los requerimientos de patrimonio efectivo para los créditos expuestos al riesgo cambiario crediticio.

32 Excluyendo los de comercio exterior y créditos otorgados a partir del 1 de enero de 2015 a plazo mayor a 4 años y que excedan un monto de US\$ 10 millones.

33 En noviembre de 2015, se establecieron metas más estrictas de desdolarización para diciembre de 2016. Para los créditos totales en moneda extranjera (excluyendo los de comercio exterior y los otorgados a partir del 1 de enero de 2015 a plazo mayor a 3 años y que excedan un monto de US\$ 10 millones), se requiere una reducción del 20% con respecto a su saldo de setiembre de 2013. Para el conjunto de los créditos vehiculares e hipotecarios en moneda extranjera, se exige una reducción del 30% con respecto a su saldo registrado en febrero de 2013.

- Implementación de dos modalidades de Repo de monedas:
 - i. Repo de sustitución que busca facilitar la conversión de créditos en dólares a soles, mediante operaciones del BCRP simultáneas de inyección de liquidez en soles y venta de dólares, sin afectar la posición de cambio de la entidad financiera (los dólares comprados y mantenidos como depósito restringido en el BCRP reemplaza al crédito en dólares); y
 - ii. Repo de expansión que tiene por objetivo apoyar el crecimiento del crédito en moneda nacional, utilizando para ello parte del encaje en moneda extranjera, el cual queda como depósito restringido en el BCRP hasta el vencimiento de la operación.

32. **Los créditos en moneda extranjera del sistema financiero se redujeron en 17,7% en los últimos doce meses.** Ello refleja la dinámica de los créditos en dólares observada en la banca. Sin embargo, la dolarización de las colocaciones aún se mantiene relativamente elevada, por lo cual es recomendable que las empresas y hogares interioricen los riesgos involucrados por los descalces de monedas, ya que su carga financiera podría incrementarse ante eventuales depreciaciones abruptas de la moneda nacional (riesgo cambiario crediticio).

En las entidades no bancarias, la dolarización de los créditos, que ya era reducida en marzo 2015, se redujo aún más a marzo de 2016.

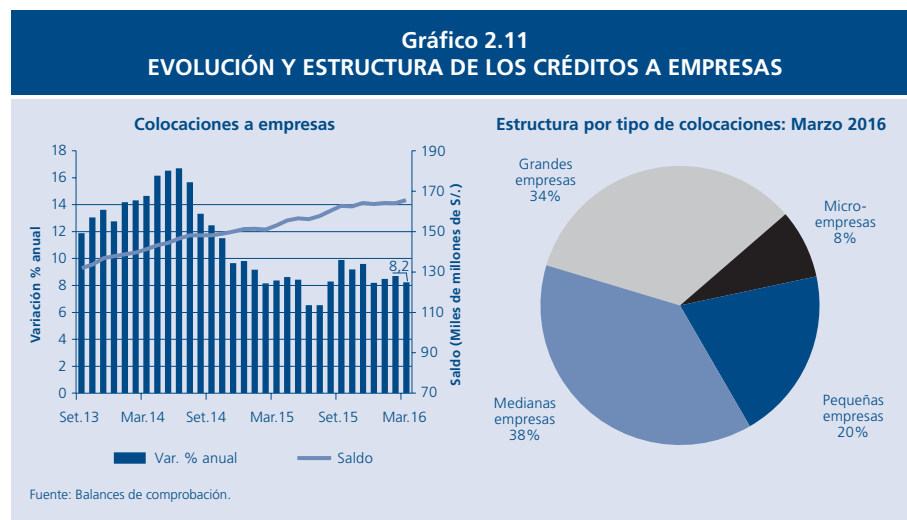
Cuadro 2.12 COLOCACIONES BRUTAS DEL SISTEMA FINANCIERO 1/ (Millones de S/)								
	Mar.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16	Mar.15/Mar.14		Mar.16/Mar.15	
					Flujo	Var. %	Flujo	Var. %
Sistema Financiero	213 372	233 124	250 402	253 561	19 752	9,3	20 437	8,8
Moneda Nacional	120 749	144 945	176 866	180 996	24 195	20,0	36 052	24,9
Moneda Extranjera	92 623	88 179	73 536	72 565	-4 444	-4,8	-15 614	-17,7
% de dolarización	43,4%	37,8%	29,4%	28,6%				
Banca	187 814	205 755	221 955	224 709	17 940	9,6	18 955	9,2
Moneda Nacional	99 866	122 007	152 066	155 626	22 141	22,2	33 619	27,6
Moneda Extranjera	90 787	86 451	72 145	71 313	-4 336	-4,8	-15 138	-17,5
% de dolarización	48,3%	42,0%	32,5%	31,7%				
No Banca	22 662	24 612	26 148	26 583	1 951	8,6	1 971	8,0
Moneda Nacional	20 883	22 938	24 801	25 371	2 055	9,8	2 433	10,6
Moneda Extranjera	1 836	1 728	1 391	1 252	-108	-5,9	-476	-27,6
% de dolarización	8,1%	7,0%	5,3%	4,7%				

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2016 (S/ 3,326 por US\$ 1).
Fuente: Balance de Comprobación.



Financiamiento a las Empresas

33. **La tasa de crecimiento anual del financiamiento a las empresas por parte del sistema financiero se ha mantenido prácticamente estable en los últimos doce meses, luego de registrar una sostenida desaceleración desde mediados de 2014.**



En los últimos doce meses, el crecimiento de los créditos otorgados a las empresas se dio principalmente en el segmento corporativo (27%). En cambio, los créditos a las grandes empresas registraron un decrecimiento de 2,2%³⁴. Por su parte los créditos a las medianas, a las pequeñas, y a las microempresas, mantienen tasas de crecimiento cercanas a cero, debido a las medidas correctivas adoptadas por las entidades financieras en su política crediticia tales como los ajustes en sus modelos de *scoring* y el fortalecimiento de sus áreas de cobranzas y de riesgos.

Dichos ajustes en la política crediticia, junto con el aumento del castigo de cartera efectuado por las entidades financieras en los últimos doce meses, han incidido en la desaceleración de la tasa de crecimiento anual de la cartera morosa de los

34 En los créditos a las grandes empresas, se observa también procesos de reclasificaciones a empresas corporativas, efectuados por algunos bancos en los últimos doce meses, los cuales afectaron la dinámica de los créditos de ambos segmentos. El conjunto de créditos de grandes empresas y corporativos creció 17,7% en los últimos doce meses.

créditos a medianas empresas (de 40,3% a 17%) y pequeñas empresas (de 14,6% a -2%).

34. **En marzo de 2016, el número de empresas que obtuvo financiamiento del sistema financiero creció en 1,4% con respecto a marzo de 2015.** Por tamaño de empresa, el crecimiento se dio principalmente en las empresas corporativas y grandes (8,5% y 6%, respectivamente). En el resto de los segmentos, el número de empresas deudoras registró un bajo crecimiento.

La deuda promedio de las empresas creció en 6,4% en los últimos doce meses, ritmo menor que el registrado en el mismo periodo del año anterior (14,8%). De ellas, las empresas corporativas registraron un alto crecimiento en su deuda promedio (17% anual), las microempresas la mantuvieron estable y las demás empresas la contrajeron, principalmente la grandes empresas (-7,7%).

Cuadro 2.13
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS 1/

	Marzo 2015			Marzo 2016		
	Nº de deudores	Saldo deuda (Millones S/)	Deuda promedio (Miles S/)	Nº de deudores	Saldo deuda (Millones S/)	Deuda promedio (Miles S/)
Corporativos 2/	610	44 087	72 274	662	55 985	84 569
Grandes Empresas	2 497	38 942	15 596	2 646	38 072	14 389
Medianas Empresas	28 963	41 282	1 425	29 470	41 970	1 424
Pequeñas Empresas	392 782	22 435	57	402 798	22 746	56
Microempresas	1 637 618	8 568	5	1 653 866	8 781	5
Total 3/	2 047 975	155 314	76	2 076 582	167 555	81

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de marzo de 2016 (S/ 3,326 por US\$ 1).

2/ Comprenden además los créditos otorgados a bancos multilaterales de desarrollo, soberanos, entidades del sector público, intermediarios de valores y empresas del sistema financiero.

3/ Contabiliza una sola vez a aquellos deudores que poseen más de un tipo de crédito. Por ejemplo, un deudor con dos créditos, uno en el segmento microempresa con la entidad A, y el otro en el segmento pequeña empresa con la entidad B, es contabilizado una vez en cada segmento, pero solo una vez en el total.

Fuente: Reporte Crediticio Consolidado y Balances de Comprobación.

35. **Desde fines de 2014, el ratio de dolarización de la deuda de las empresas continúa reduciéndose en todos los segmentos empresariales, especialmente en las empresas de mayor tamaño.** Estas empresas vienen cambiando su deuda en dólares con bancos locales y del exterior por deuda en moneda nacional.





Cuadro 2.14
DEUDA POR MONEDAS DE EMPRESAS 1/
(Millones de S/)

	Mar.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16	Mar.15/Mar.14		Mar.16/Mar.15	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Deuda de Empresas (S/)	143 582	155 314	165 627	167 555	11 732	8,2	12 240	7,9
MN (S/)	68 327	83 363	105 431	107 641	15 036	22,0	24 278	29,1
ME (US\$)	22 626	21 633	18 099	18 014	-993	-4,4	-3 619	-16,7
(% Dolarización)	52,4%	46,3%	36,3%	35,8%	-6,1%		-10,6%	
Corporativos (S/)	36 575	44 087	52 903	55 985	7 512	20,5	11 898	27,0
MN (S/)	14 748	22 861	33 249	34 607	8 113	55,0	11 746	51,4
ME (US\$)	6 563	6 382	5 909	6 428	-181	-2,8	46	0,7
(% Dolarización)	59,7%	48,1%	37,2%	38,2%	-11,5%		-10,0%	
Grandes empresas (S/)	34 942	38 942	39 070	38 072	4 000	11,4	-870	-2,2
MN (S/)	11 805	14 824	19 986	20 090	3 019	25,6	5 266	35,5
ME (US\$)	6 956	7 251	5 738	5 407	295	4,2	-1 845	-25,4
(% Dolarización)	66,2%	61,9%	48,8%	47,2%	-4,3%		-14,7%	
Medianas empresas (S/)	41 010	41 282	41 799	41 970	272	0,7	689	1,7
MN (S/)	14 447	17 578	22 249	23 043	3 131	21,7	5 465	31,1
ME (US\$)	7 986	7 127	5 878	5 691	-859	-10,8	-1 436	-20,1
(% Dolarización)	64,8%	57,4%	46,8%	45,1%	-7,4%		-12,3%	
MYPE (S/)	31 054	31 003	31 855	31 527	-51	-0,2	524	1,7
MN (S/)	27 326	28 100	29 946	29 902	774	2,8	1 802	6,4
ME (US\$)	1 121	873	574	489	-248	-22,1	-384	-44,0
(% Dolarización)	12,0%	9,4%	6,0%	5,2%	-2,6%		-4,2%	

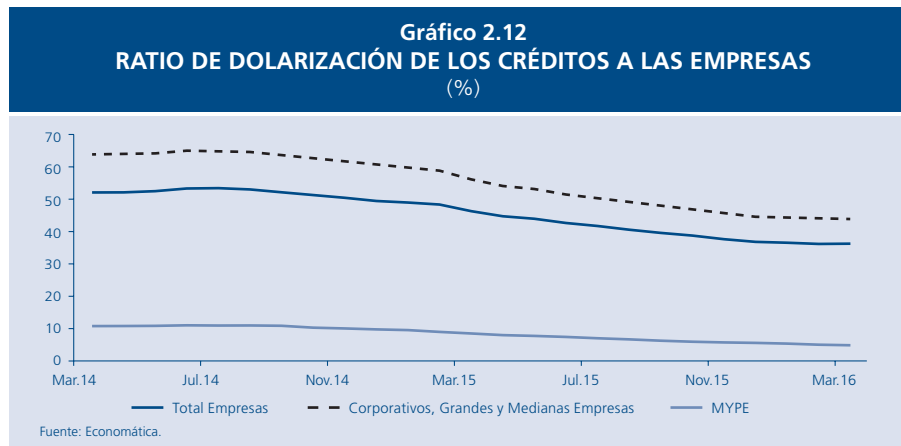
1/ Para el total se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2016 (TC 3,326).
Fuente: Balances de Comprobación.

La expansión de los créditos en moneda nacional ha sido financiada principalmente con los recursos obtenidos por el sistema financiero por sus operaciones de reporte de monedas con el BCRP. Dichas operaciones son parte de las medidas implementadas por el BCRP para desincentivar el otorgamiento de créditos en moneda extranjera y brindan al sistema financiero recursos de mediano plazos.

36. **El programa de desdolarización implementado por el BCRP redujo la exposición del sistema financiero al Riesgo Cambiario Crediticio en los créditos a las empresas.** En los últimos doce meses, las colocaciones en dólares a las empresas se redujeron sostenidamente. Con ello, la dolarización disminuyó significativamente, sobre todo en los préstamos expuestos al Riesgo Cambiario Crediticio.

La reducción de la dolarización en el segmento de las MYPE, segmentos de baja exposición a este riesgo, es importante. Sin embargo, en magnitud, resalta la

disminución de la desdolarización ocurrida en las empresas de mayor tamaño (corporativas, grandes y medianas empresas) como resultado de la reducción del crédito en dólares en dichos segmentos.



37. **Entre marzo de 2015 y de 2016, las tasas de interés de los créditos en moneda nacional otorgados a las empresas aumentaron en la banca y en las financieras, con excepción de las pequeñas empresas.**

Ello está en línea con la mayor demanda por créditos corporativos y con el aumento de la morosidad en los créditos a las medianas y grandes empresas. En cambio, las tasas de interés de los créditos en moneda extranjera se redujeron en la mayoría de los grupos de entidades.

Cuadro 2.15
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS - MARZO 2016

		Corporativos		Grandes Empresas		Medianas Empresas		Pequeñas Empresas		MES		Consumo		Hipotecario	
		MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME
		Banca	Mar.15	5,2	2,6	6,6	4,9	9,8	8,2	21,2	13,5	34,4	14,9	40,6	30,9
	Feb.16	6,0	2,4	7,4	5,1	10,5	7,8	20,7	11,4	35,3	17,8	42,8	32,2	9,1	6,7
	Mar.16	6,3	2,4	7,2	5,2	10,7	7,5	20,3	10,7	35,5	15,1	42,9	32,0	9,1	6,8
Financieras	Mar.15	-	-	-	14,5	18,4	18,4	29,8	19,3	49,1	15,1	60,1	24,3	12,5	-
	Feb.16	-	-	-	0,1	18,5	13,5	30,2	2,9	48,9	3,8	61,0	20,3	12,1	-
	Mar.16	-	-	-	0,1	19,6	13,5	30,2	2,9	49,3	3,8	60,9	20,3	12,6	-
CM	Mar.15	9,3	-	-	-	17,8	14,7	27,6	19,5	38,7	23,8	30,0	16,6	14,7	13,3
	Feb.16	9,8	-	-	-	13,9	13,8	25,1	-	38,0	-	18,3	12,7	24,0	-
	Mar.16	-	-	-	-	16,1	14,0	27,0	-	37,4	-	20,9	11,0	40,0	-
CRAC	Mar.15	10,3	10,0	-	-	15,9	14,0	28,0	30,0	40,2	15,0	35,5	-	-	-
	Feb.16	-	-	-	-	16,1	-	28,8	-	40,5	-	33,7	-	-	-
	Mar.16	14,5	-	-	-	16,9	15,0	27,2	-	40,2	-	34,4	-	-	-

Fuente: SBS.

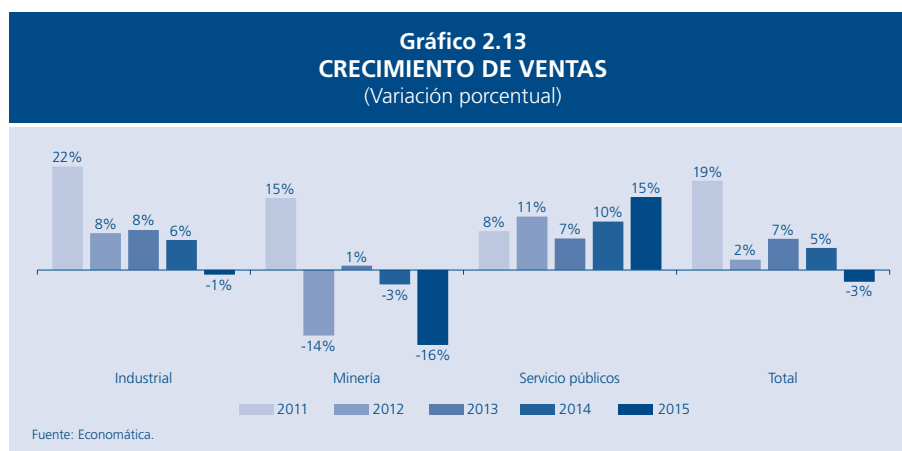




Indicadores y desempeño financiero de las empresas

38. **En el año 2015, las ventas de las empresas de una muestra seleccionada³⁵ fueron menores a las registradas en 2014, por la disminución de las ventas de las empresas mineras e industriales. Asimismo, la rentabilidad de las empresas muestra una tendencia decreciente en los últimos cuatro años producto de los menores márgenes brutos (ante el alza de los costos de producción) y de las pérdidas por diferencia de cambio.**

Las ventas de las empresas del sector industrial registraron un leve descenso en 2015 (1%), lo que contrasta con las tasas de expansión registradas en los años previos. La desaceleración de la actividad económica en los últimos años ha empezado a afectar en mayor medida la expansión de los ingresos operativos de las empresas industriales, entre ellas, las relacionadas a la construcción. Por su parte, la rentabilidad de las empresas industriales ha venido descendiendo hasta alcanzar un retorno sobre el capital de 8% en 2015. Las utilidades de las empresas industriales se han visto afectadas debido a que el alza de los costos de producción y de los gastos administrativos ha estado por encima del ritmo de crecimiento de las ventas.



El sector minero registró una contracción de 16% de sus ventas en 2015. Las ventas de las empresas mineras se han visto perjudicadas, desde el segundo semestre del año 2011, por los menores precios promedio de los metales y la presencia de menores leyes en algunas minas de oro y de cobre. En particular, se registró una disminución importante en las cotizaciones de los metales industriales (cobre, zinc, plomo y estaño) entre agosto y diciembre de 2015 debido a los temores de una desaceleración del crecimiento de la economía china, principal consumidor mundial

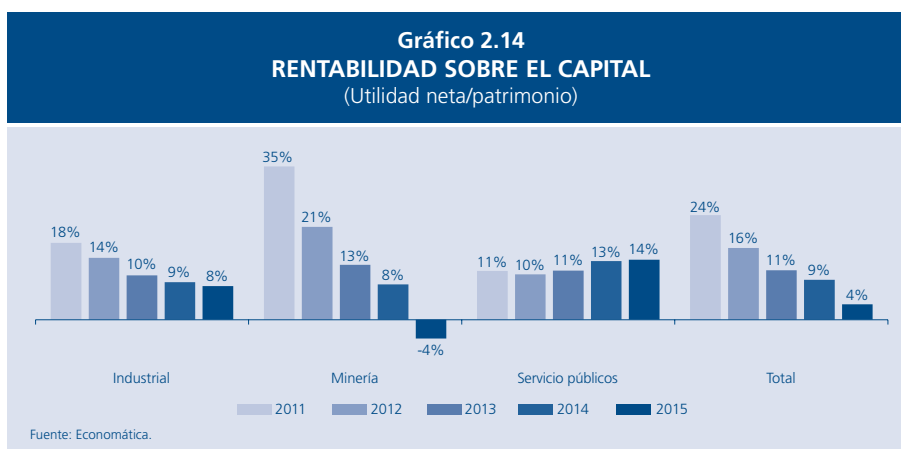
35 Del total de las empresas que están obligadas a reportar sus Estados Financieros a la SMV, se analiza una muestra de 99 empresas (69 industriales, 17 mineras y 13 de servicios públicos) que registran data completa de sus estados financieros desde el año 2010 al 2015. La información se obtuvo a través de la plataforma Economática.

de *commodities*. Además, impactó la expectativa de un cambio en la matriz de crecimiento de China, menos orientada a la demanda intensiva de materias primas (el crecimiento de la economía china se sustentaría, en los próximos años, más en el crecimiento del consumo en lugar de la inversión).

Ello, sumado a una inflación de costos en el sector en los últimos años, ha reducido los márgenes brutos y operativos de estas empresas. Ante los menores flujos de caja recibidos por sus operaciones, las empresas mineras han optado por reducir sus gastos de capital, enfocándose sólo en el desarrollo de sus proyectos más rentables. También han buscado disminuir sus costos de producción tomando medidas tales como la optimización de sus operaciones de minado, la reducción de gastos administrativos y la renegociación de contratos con proveedores.

En el cuarto trimestre de 2015, varias empresas mineras (Buenaventura, Volcan y Minsur) realizaron importantes desvalorizaciones contables de sus activos mineros para reflejar el nuevo entorno de menores precios de los metales. Estas desvalorizaciones contables se cargan como gastos en el Estado de Pérdidas y Ganancias por lo que afectan la utilidad contable de las empresas mineras. En el Balance General, el efecto de la desvalorización se refleja en una disminución del activo no corriente y del patrimonio neto de la compañía. Sin embargo, cabe apuntar que estas desvalorizaciones no generan una salida de flujos de efectivo ni afectan la posición de caja de las empresas. Por lo tanto, la liquidez y la capacidad de pago de las obligaciones de las empresas mineras no se han visto afectadas.

La rentabilidad sobre el capital de las empresas de servicios públicos continuó ubicándose por encima del 10% en 2015. El subsector eléctrico, que es el de mayor ponderación dentro del sector de servicios públicos, continuó reportando mayores ingresos operacionales gracias al aumento de los niveles de producción y al alza de las tarifas. Las empresas eléctricas se han beneficiado de la apreciación del dólar durante el año 2015 debido a que sus tarifas están indexadas a la evolución de esa moneda.





39. **Las pérdidas por diferencia de cambio en los años 2013, 2014 y 2015, producto de la apreciación del dólar (depreciación del sol), han impactado en la rentabilidad de las empresas, en particular de los sectores minero e industrial.**

El descalce entre activos y pasivos en dólares de las empresas del sector industrial determinó que experimenten pérdidas por diferencia de cambio, las mismas que representaron el 14% de la utilidad operativa en 2013, 12% en 2014 y 15% en 2015.

La posición de cambio negativa en dólares se ha observado tanto en algunas empresas orientadas al mercado doméstico y que han tomado endeudamiento en dólares en el mercado local como en algunas empresas que han emitido instrumentos de deuda en el exterior y no han realizado coberturas cambiarias. Asimismo, la apreciación del dólar ha impactado en los resultados financieros de las empresas endeudadas en dólares, pues conlleva un aumento de los gastos financieros, expresados en soles.

En general, las empresas más expuestas a una apreciación del dólar son las industriales, las de consumo masivo y las de comercio minorista (*retail*). Ello se debe a que estas empresas tienen una estructura de costos de venta parcialmente en dólares, por la compra de materia prima e insumos importados, en tanto que sus ventas se realizan en soles.

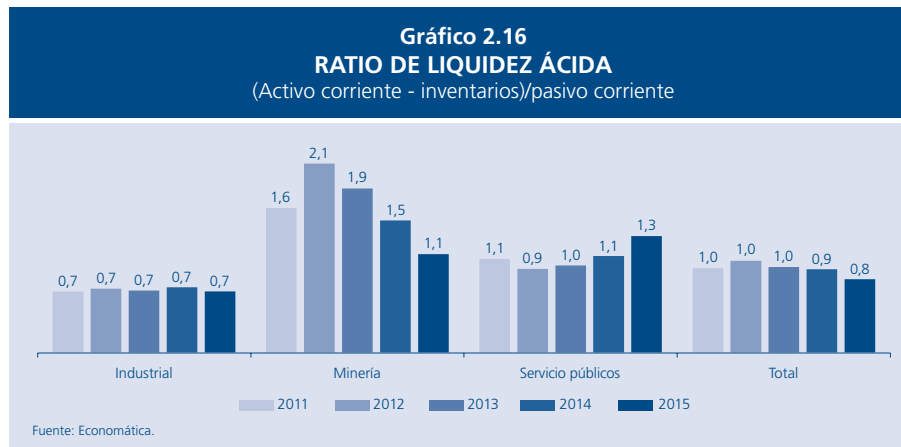
Por su parte, las pérdidas por diferencia de cambio como porcentaje de la utilidad operativa en las empresas mineras se han visto magnificadas por la importante reducción que ha tenido la utilidad operativa por el menor precio de los metales y los cargos contables ya mencionados. La utilidad operativa de las empresas mineras se ha reducido de S/ 7 463 millones en 2014 a S/ 1 136 millones en 2015. En cambio, las pérdidas por diferencia de cambio de las empresas mineras subieron de S/ 207 millones en 2014 a S/ 548 millones en 2015.



Las compañías mineras son empresas exportadoras donde el grueso de sus ventas son de productos minerales en el mercado internacional y son facturadas en dólares.

Por lo tanto, una apreciación del dólar las beneficia dado que se incrementan sus ventas al expresarse en soles. Además, dado que aproximadamente la mitad de su estructura de costos se genera en soles, una apreciación del dólar les permite también aumentar sus márgenes y niveles de rentabilidad. Sin embargo, las empresas mineras han tenido pérdidas contables por diferencia de cambio debido a los descalces provenientes de su Balance General entre sus activos y pasivos en moneda extranjera. Así, por ejemplo, una empresa minera que tenga obligaciones en dólares (como préstamos bancarios o bonos corporativos) que superen a sus activos en moneda extranjera³⁶ va estar expuesta a tener pérdidas contables por diferencia de cambio en caso se produzca una apreciación del dólar.

40. **Las empresas de la muestra, en todos los sectores analizados, presentan niveles adecuados de liquidez. No obstante, se observa una reducción de la liquidez de las empresas mineras debido a su menor generación de flujos de caja. Así, el ratio de liquidez ácida³⁷ para estas empresas disminuyó de 2,1 en el 2012 a 1,1 en 2015.**



41. **El ciclo operativo del negocio³⁸ ha registrado un ligero descenso en 2015 en comparación al observado en el año 2014 para el total de tres sectores**

36 Cabe mencionar que si la empresa escoge al sol como la moneda funcional en la que va a presentar sus estados financieros, como lo hace la mayoría de empresas mineras, la valorización de sus propiedades, minas, plantas y equipos que es el principal rubro de su activo no corriente va a estar en soles.

37 Mide si las empresas pueden pagar sus obligaciones corrientes con sus activos corrientes neto de inventarios; es decir, sin tener la necesidad de liquidar parte de sus inventarios. Un nivel de 1,0 permite cubrir adecuadamente los pasivos corrientes.

38 Este indicador mide el tiempo, expresado en números de días, en el que todo el proceso del ciclo productivo de la empresa le reporta entradas de flujo de caja. Por ciclo operativo se entiende el proceso de adquisición y/o fabricación de bienes para ser comercializados, la venta de los stocks acumulados (inventarios) y el cobro de las ventas. El indicador se calcula como los días promedio en que se venden todos los inventarios (rotación de inventarios) más los días promedio en que se hacen efectivas las cuentas por cobrar menos los días promedio en que se debe realizar los desembolsos (salidas de flujo de caja) para pagar a los proveedores.



**analizados, por la postergación del pago a proveedores especialmente en las empresas mineras.**

A pesar de la desaceleración económica, las empresas corporativas no han visto afectado el tiempo en que su producción genera efectivo (entradas de flujos de caja). Dado los niveles actuales de los indicadores de ciclo operativo, así como la solidez financiera y la posición de liquidez de las empresas, se espera que continúe el funcionamiento adecuado de la cadena de pagos de la economía.

Cuadro 2.16					
INDICADORES DEL CICLO DE NEGOCIOS					
(En número de días)					
	2011	2012	2013	2014	2015
Sector industrial					
Inventarios	88	85	86	79	86
Cuentas por cobrar	36	37	40	42	45
Pago a proveedores	54	56	60	59	70
Ciclo operativo	71	66	65	61	61
Minería					
Inventarios	76	75	75	73	78
Cuentas por cobrar	28	35	35	31	26
Pago a proveedores	54	62	78	84	95
Ciclo operativo	51	48	32	20	9
Servicios públicos					
Inventarios	17	13	20	21	17
Cuentas por cobrar	48	47	48	44	50
Pago a proveedores	48	53	59	55	55
Ciclo operativo	17	8	9	10	12
Total					
Inventarios	80	77	78	73	77
Cuentas por cobrar	35	37	39	40	42
Pago a proveedores	54	57	63	64	73
Ciclo operativo 1/	62	58	54	49	46

1/ Mientras menor sea este indicador, más rápido el ciclo productivo genera efectivo a las empresas.
Fuente: Económica.

El plazo promedio de las cuentas por cobrar es menor a dos meses para todos los sectores analizados. Por su parte, el ciclo de negocio del sector industrial es mayor que el del sector minero y el de servicios públicos, principalmente por el mayor tiempo que requiere en rotar sus inventarios.

Se ha observado un incremento del número de días que las empresas industriales y mineras demoran en pagar a sus proveedores. En las primeras, el tiempo de pago aumentó de 54 días en 2011 a 70 días en 2015; y en las segundas, de 84 a 95 días en el mismo lapso de tiempo. Ello está influenciado por su necesidad de reducir costos operativos, lo que ha motivado, entre otras medidas, la renegociación de los contratos con los proveedores lo que podría afectar la fortaleza financiera e incrementar el ciclo operativo de las empresas proveedoras.

42. **Las empresas de todos los sectores analizados mantienen niveles de deuda adecuados, lo que garantiza la capacidad de pago de sus obligaciones.**

El nivel de apalancamiento, medido por el ratio pasivos totales entre patrimonio neto, ha venido subiendo ligeramente en los últimos años producto de los menores niveles de rentabilidad de las empresas. Sin embargo, los niveles de este ratio de endeudamiento son inferiores a 1,5, lo que indica que las empresas corporativas, en general, cuentan con una adecuada solvencia patrimonial y, por lo tanto, con una sólida posición financiera. Además, esta situación les permite incrementar su apalancamiento sin mayores dificultades, en caso de requerirlo, para el desarrollo de nuevos proyectos de inversión.



43. **Los indicadores financieros de las empresas que han emitido bonos en el exterior han mostrado, durante 2015 un leve deterioro, especialmente en aquellos que son relevantes para medir su capacidad de pago respecto a sus obligaciones.**

El ratio de apalancamiento de estas empresas subió en 2015 a 1,5 veces, superior al ratio de 1,2 veces registrado en 2014 y a los niveles en los que se ubicó entre los años 2011 y 2013 (entre 1,1 y 1,2 veces). Cabe destacar que este nivel de apalancamiento promedio no genera mayores riesgos financieros a las empresas, aunque algunas de ellas han registrado ratios de apalancamiento por encima de 2.³⁹

39 Una de estas empresas (Maestro) fue adquirida por su principal competidora (Sodimac), por lo que su deuda junto con la de otras subsidiarias se consolida en la empresa matriz (Falabella Perú), la que, a su vez, ha culminado hace unos meses un proceso de aumento de capital. Otra de estas empresas (Transportadora de Gas del Perú) ha realizado una expansión de su capacidad instalada y cuenta con flujos de caja estables y predecibles, lo que se ha reflejado en una mejora reciente de su calificación crediticia. Una tercera empresa (Corporación Lindley) ha sido recientemente adquirida por una embotelladora internacional (Arca Continental), en el marco del plan de expansión regional de esta última, por lo que su deuda se consolida con la casa matriz. Una cuarta empresa (Alicorp) se ha apalancado para financiar la adquisición de otras empresas de su rubro en el mercado local y regional (Brasil y Chile) y está implementando una estrategia de reducción de su endeudamiento.





La relativa estabilidad del indicador de apalancamiento se debe a que las emisiones internacionales de las empresas no financieras han servido, no solo para financiar sus proyectos de inversión, sino también para sustituir pasivos de corto plazo (principalmente préstamos bancarios) y diversificar sus fuentes de fondeo.

Cuadro 2.17
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS QUE HAN REALIZADO
EMISIONES EN EL EXTERIOR ^{1/}

	2011	2012	2013	2014	2015
Ratio de apalancamiento (pasivos total / patrimonio)	1,1	1,2	1,1	1,2	1,5
Pasivos financieros como % de los pasivos totales	57%	60%	60%	62%	64%
Tasa anual de crecimiento de los pasivos financieros 2011:2015			24%		
Ratio de cobertura de intereses (utilidad operativa / gastos financieros)	39	14	8	7	5
Deuda financiera neta / utilidad operativa	0,7	1,2	1,7	2,4	4,4
Pérdidas por diferencia de cambio como % de la utilidad operativa	0,1%	2,6%	-7,2%	-6,3%	-16,8%
Ratio de liquidez corriente (activo corriente / pasivo corriente)	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3
Ratio de liquidez ácida ((activo corriente - inventarios) / pasivo corriente)	1,1	1,2	1,2	0,9	0,9

1/ Los datos corresponden a la mediana de una muestra de 17 empresas corporativas no financieras que han realizado emisiones de instrumentos de deuda en el mercado internacional.

Fuente: Económica - Estados financieros de las empresas reportados a la Superintendencia del Mercado de Valores.

El ratio de cobertura de intereses⁴⁰ ha venido descendiendo a partir del año 2011, a la par de los menores márgenes y rentabilidad de ciertos sectores como el minero (asociado a los menores precios de los metales y al alza de los costos de producción). De igual modo, el mayor endeudamiento financiero producto de la emisión de bonos y, en algunos casos, del incremento de otras obligaciones ha derivado en que las empresas incurran en mayores gastos financieros, lo que ha reducido el ratio de cobertura de intereses⁴¹.

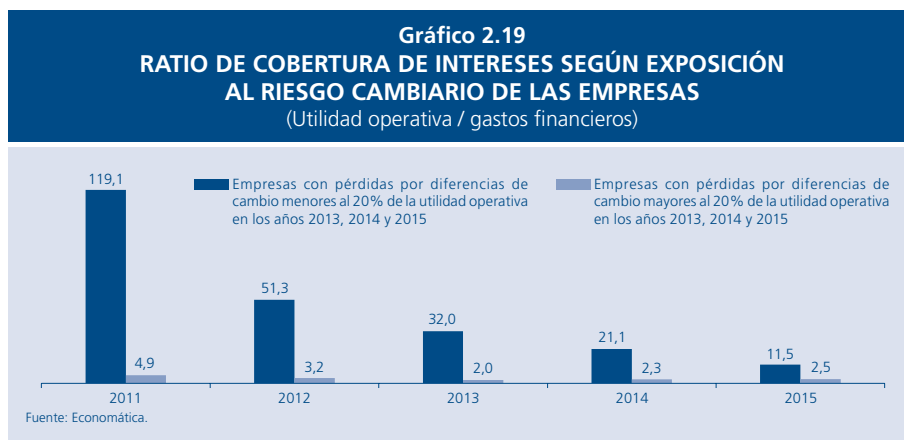
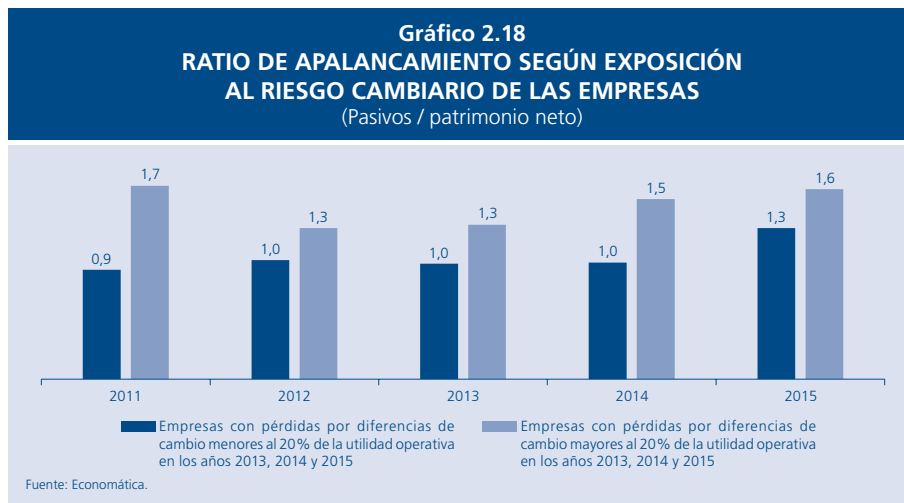
Los niveles de liquidez corriente y ácida de las empresas se han reducido ligeramente en 2015, respecto a los niveles observados en el período 2011-2014. Cabe señalar que los niveles más altos de liquidez corresponden a las empresas que mantienen una mayor proporción de los fondos recaudados de sus emisiones en el exterior en caja o activos de corto plazo, a la espera que se vayan efectuando gradualmente los desembolsos conforme se ejecuten los planes de inversión.

De las empresas que han emitido bonos en el exterior, existen algunas que no han registrado pérdidas por diferencias de cambio o que éstas han sido mínimas. Las empresas exportadoras y productoras de *commodities* (metales y harina de pescado) generan sus ingresos en dólares por lo que tienen un calce natural. Incluso, dado que un porcentaje de sus costos está denominado en soles (por ejemplo, costos laborales), se podrían beneficiar de una apreciación del dólar. Por su parte, los contratos de concesión de las empresas de servicios públicos establecen tarifas en dólares (telefonía y eléctricas) o indexadas a la inflación de los Estados Unidos (transporte de gas natural).

40 Número de veces que la utilidad operativa alcanza para cubrir los gastos financieros en un determinado año.

41 A nivel individual, la cobertura de intereses es menor para las empresas que presentan los niveles de endeudamiento más altos o un mayor apalancamiento operativo (Maestro y Alicorp), así como para las empresas cuyos pasivos financieros representan una mayor proporción de sus pasivos totales (Exalmar) y las empresas con bajos márgenes de operación (Andino Investment Holding).

Se observa, de la muestra de empresas que han realizado emisiones de bonos en el exterior, que las que no están expuestas al riesgo cambiario o que presentan una baja exposición a este riesgo⁴² tienen una posición financiera más sólida (menor apalancamiento) e indicadores que acreditan una mayor capacidad de pago de sus obligaciones (mejor cobertura de intereses).



44. **Para disminuir las pérdidas por diferencia de cambio algunas empresas han hecho uso de productos financieros derivados.** Un mayor uso de instrumentos derivados con fines de cobertura permitiría a las empresas con posición de cambio negativa en dólares aminorar sus potenciales pérdidas cambiarias. Conforme se fue prolongando la tendencia apreciatoria del dólar, las empresas se vieron cada vez más incentivadas a utilizar instrumentos derivados para cubrir su exposición cambiaria. Entre las empresas que ya cuentan con una cobertura casi total de su

42 Definida como aquellas empresas cuyas pérdidas por diferencia de cambio son menores al 20% de su utilidad operativa para los años 2013, 2014 y 2015. Bajo esa definición, 8 empresas de la muestra de 16 empresas tienen baja o nula exposición al riesgo cambiario.

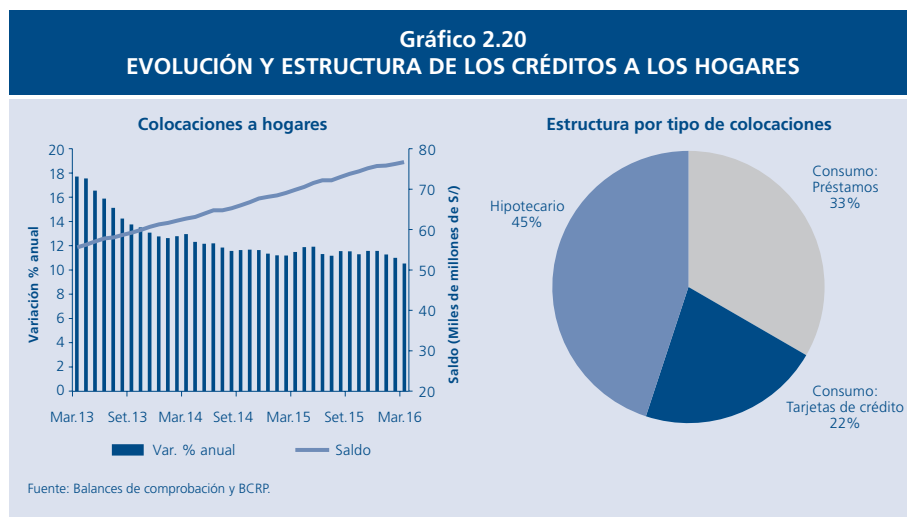




riesgo cambiario se pueden mencionar a Alicorp, Maestro y Cementos Pacasmayo. Mientras que entre las empresas que cuentan con una cobertura parcial de su riesgo cambiario se pueden mencionar a Corporación Lindley e InRetail.

Financiamiento a los Hogares

45. **La tasa de crecimiento anual de los créditos a los hogares (consumo e hipotecario) se ha desacelerado de 11,5% a 10,5% en los últimos doce meses.** Esta desaceleración se explica por el menor ritmo de crecimiento de los créditos hipotecarios en ese mismo período (de 10,5% a 6,6%). En cambio, los créditos de consumos registraron una aceleración en su tasa de crecimiento anual, tanto en el segmento de préstamos otorgados en la modalidad de cuotas (de 10,2% a 10,5%) como en el de tarjetas de créditos (de 16,3% a 19,7%).



46. **A marzo de 2016, el número de personas que tienen únicamente deuda de consumo representó la mayor parte de los deudores en el segmento de los hogares (94,8%); aunque el monto de su deuda alcanzó el 48,9% de la deuda total de los hogares, participación similar al registrado en marzo de 2015.**

Cuadro 2.18
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE LOS HOGARES EN MARZO DE 2016 1/

	Sólo hipotecario	Sólo consumo	Consumo e hipotecario	Total deuda de hogares
Número de deudores	80 488	4 201 875	147 972	4 430 335
Saldo Deuda (millones de S/)	10 680	42 061	33 266	86 007
Deuda Promedio (S/)	132 693	10 010	224 810	19 413
Cartera Morosa (% Deuda) 2/	4,45	5,19	2,40	4,02
CAR, Cartera de Alto Riesgo (% Deuda) 3/	6,65	9,01	4,71	7,05

1/ No se considera al Banco de la Nación.
2/ La cartera morosa considera la cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada.
3/ La CAR considera la cartera de los deudores con clasificación CPP, Deficiente, Dudoso y Pérdida.
Fuente: Reporte crediticio consolidado.

El porcentaje de personas que cuentan únicamente con deuda hipotecaria fue el 1,8% de los deudores y su deuda representa el 12,4% de la deuda total de los hogares. Por su parte, las personas que tienen ambos tipos de créditos representan el 3,3% del total de deudores, concentran el 38,7% de la deuda total de los hogares y registran un nivel de deuda promedio mayor que los que tienen solo créditos hipotecarios.

Entre los deudores que cuentan únicamente con créditos hipotecarios, el ratio de morosidad aumentó de 3,47% en a 4,45% en los últimos doce meses. Asimismo, el ratio de morosidad del grupo que cuenta únicamente con créditos de consumo aumentó en el mismo período (de 4,81% a 5,19%). Por su parte, los deudores que cuentan con ambos tipos de créditos registran una deuda promedio más alta que el resto de grupos y un aumento en su ratio de morosidad (de 1,8% a 2,4%). Cabe añadir que, en los últimos doce meses, el monto de deuda promedio en los hogares ha subido en 11,2%.

47. **La dolarización de la deuda total de los hogares con el sistema financiero se redujo en los últimos doce meses, sobre todo en los créditos vehiculares e hipotecarios, cuyos nuevos créditos básicamente se otorgan en moneda nacional.**

Cuadro 2.19 CRÉDITO A LOS HOGARES 1/ (Millones de S/)								
	Mar.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16	Mar.15/Mar.14		Mar.16/Mar.15	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Total	69 790	77 810	84 775	86 007	8 020	11,5	8 197	10,5
En Moneda Nacional	52 423	61 582	71 436	73 355	9 159	17,5	11 773	19,1
En Moneda Extranjera	17 367	16 228	13 339	12 652	-1 139	-6,6	-3 576	-22,0
Dolarización (%)	24,9%	20,9%	15,7%	14,7%	-4,0%		-6,1%	
<i>Del cual:</i>								
Consumo	10,9%	9,2%	7,1%	6,5%	-1,6%		-2,7%	
- Tarjeta de crédito	8,0%	7,1%	6,4%	6,3%	-0,9%		-0,8%	
- Vehicular	76,1%	65,8%	44,2%	38,2%	-10,3%		-27,7%	
Hipotecario	40,7%	34,2%	26,3%	24,7%	-7%		-9,5%	
Morosidad (%)								
Consumo	5,1%	4,7%	4,8%	5,2%	-0,4%		0,4%	
- Tarjeta de crédito	6,1%	4,9%	5,1%	5,6%	-1,2%		0,6%	
- Vehicular	4,6%	4,6%	4,5%	4,9%	4,9%		0,3%	
Hipotecario	1,5%	2,0%	2,5%	2,6%	0,4%		0,7%	

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2016 (S/ 3,326 por US\$1).
Fuente: Balances de Comprobación.

El saldo de créditos vehiculares e hipotecarios en moneda extranjera registra una disminución sostenida desde mayo de 2013. El crecimiento anual de los créditos hipotecarios en moneda extranjera pasó de -7,2% en marzo de 2015 a -22,9% en marzo de 2016. En el caso de créditos vehiculares, el ritmo de crecimiento anual pasó de -7,4% en marzo de 2015 a -37,4% en marzo de 2016. Estas disminuciones están en línea con las medidas implementadas por la SBS y el Banco Central para promover la desdolarización del crédito. La única excepción es el préstamo en dólares otorgado a través de tarjetas de crédito, aunque su ritmo de crecimiento anual (6,5%) ha sido menor que el promedio de los tres años anteriores (8,1%).

Cabe indicar que la mayoría de los hogares no genera sus ingresos en moneda extranjera y, además, tienen poca capacidad para cubrirse del descalce de monedas





en el mercado cambiario. Por ello, los préstamos en dólares a los hogares estarían expuestos al riesgo cambiario crediticio⁴³, por lo que depreciaciones cambiarias significativas podrían afectar la capacidad de pago de los deudores.

48. **En los últimos doce meses, los préstamos otorgados a través de tarjetas de crédito crecieron a un ritmo anual mayor que los préstamos otorgados en la modalidad de cuotas.** Como resultado de esta dinámica, la participación de tarjetas de crédito en el total de créditos de consumo se incrementó, de 37,6% a 39,4% en ese mismo periodo⁴⁴. Por su parte, la participación de créditos por convenio se redujo en los últimos doce meses de 21,5% a 13,3%⁴⁵, mientras que el crédito vehicular se mantuvo estable en alrededor de 6%.

Cuadro 2.20 SALDOS DE CRÉDITOS DE CONSUMO POR TIPO DE OPERACIÓN (Millones de S/)						
	Marzo 2014		Marzo 2015		Marzo 2016	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
Convenio 1/	8 392	23,1	8 876	21,5	6 295	13,3
Libre Disponibilidad 2/	10 514	28,9	12 308	29,8	14 519	30,7
Vehicular	2 262	6,2	2 622	6,3	2 967	6,3
Tarjeta Crédito	13 249	36,4	15 521	37,6	18 673	39,4
Otros 3/	1 937	5,3	1 968	4,8	4 904	10,4
Total Consumo	36 354	100,0	41 295	100,0	47 358	100,0

1/ Préstamo que cuenta con convenio de descuento por planilla.
2/ Préstamo de consumo no revolvente de libre disponibilidad.
3/ Considera avances en cuenta corriente y créditos pignoratícios
Fuente: Reporte Crediticio Consolidado

En el segmento de tarjetas de crédito, la línea de crédito aprobada por las entidades financieras creció 13,7% entre marzo de 2015 y de 2016, mientras que el porcentaje de utilización de dicha línea promedio por tarjeta de crédito se mantuvo estable el mismo período (en alrededor del 69,7%). Sin embargo, se observa aumento del ratio de morosidad en ese segmento (de 5% a 5,9% en los últimos doce meses).

Dado el deterioro de los créditos, es importante que los bancos realicen un adecuado manejo del riesgo de crédito, a fin de evitar un potencial sobreendeudamiento de los clientes, esto es, un potencial deterioro en la calidad de la cartera ante posibles escenarios de desaceleración económica. Por tanto, es relevante continuar monitoreando la calidad e idoneidad del crecimiento de los créditos de consumo,

43 Riesgo de incumplimiento del pago obligaciones crediticias producto de variaciones del tipo de cambio.

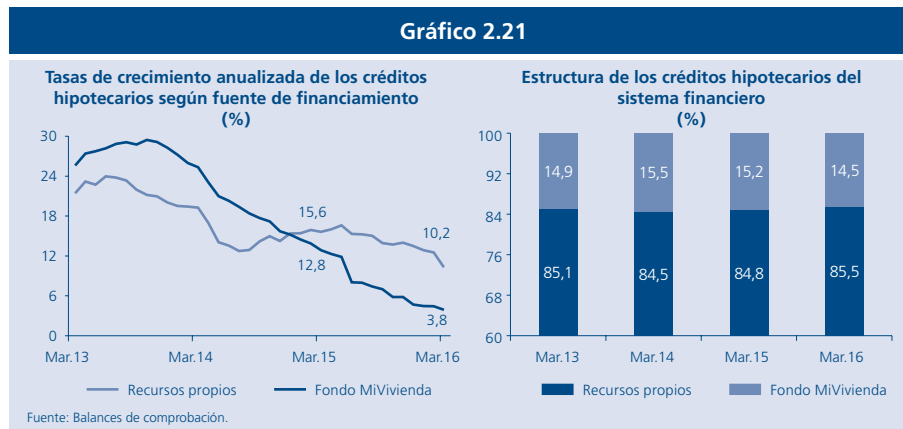
44 Ello también considera la mayor preferencia de las personas para efectuar compras a través de tarjetas de crédito con respecto al efectivo. Parte de estos créditos son cancelados antes del cierre de facturación, con los cuales no se generan cargo por intereses.

45 El crédito por consumo bajo convenio que tiene descuento por planilla, ha venido disminuyendo debido a la restricción por parte de la SBS a que este crédito se otorgue únicamente bajo la modalidad de no revolvente y con una sola institución del sistema financiero.

principalmente con un mayor seguimiento de la capacidad de endeudamiento en los clientes de las entidades más importantes en el segmento de consumo.

49. **Los créditos hipotecarios se desaceleraron en los últimos doce meses, tanto en los otorgados con recursos del Fondo Mivivienda como en los otorgados con recursos propios.**

Los préstamos otorgados por el sistema financiero con recursos del Fondo Mivivienda atenuaron su tasa de crecimiento anual (de 12,8% a 3,8%), al igual que los préstamos otorgados con recursos propios, aunque con menor intensidad (de 15,6% a 10,2%). Esta dinámica se ha dado en un contexto de incremento de la morosidad en ambos tipos de préstamos (de 1,9% a 2,4% y de 2% a 2,7%, respectivamente).



50. **En los últimos doce meses, las tasas de interés de los créditos de consumo en moneda nacional y moneda extranjera aumentaron en la banca.** Ello se ha dado sobre todo en el segmento de tarjetas de crédito, el cual ha registrado un alto dinamismo en el período. En los créditos hipotecarios, la banca redujo la tasa de interés en moneda extranjera y la aumentó ligeramente en moneda nacional.

Cuadro 2.21
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS A HOGARES - MARZO 2016

		Consumo		Hipotecario	
		MN	ME	MN	ME
Banca	Mar.15	40,58	30,88	8,57	7,38
	Set.15	42,40	32,40	8,59	6,81
	Mar.16	42,92	31,98	9,10	6,81
Financieras	Mar.15	60,11	24,28	12,50	-
	Set.15	60,14	22,13	12,69	-
	Mar.16	60,86	20,25	12,56	-
CM	Mar.15	30,00	16,59	14,71	13,30
	Set.15	30,81	15,91	13,73	-
	Mar.16	29,89	11,00	13,27	-
CRAC	Mar.15	35,52	-	-	-
	Set.15	33,24	-	-	-
	Mar.16	34,38	-	-	-

Fuente: SBS.





III. MERCADO DE CAPITALES

51. **El mercado de capitales doméstico mantiene un grado de desarrollo medio bajo según el Indicador del Grado de Desarrollo del Mercado de Capitales.** Con la última información disponible, este indicador obtiene la calificación de 3, sobre un máximo de 10, similar a la registrada en el Reporte de Estabilidad Financiera de Noviembre 2015⁴⁶. La calificación obtenida refleja la escasa liquidez del mercado, el tamaño relativamente bajo de los portafolios administrados por los inversionistas institucionales locales y la alta proporción de activos líquidos en sus portafolios.



Cuadro 3.1

Factores	REF Nov.15*	REF May.16**
Profundidad	3	3
Liquidez	1	1
Inversionistas Institucionales	2	2
Institucionalidad	3	3
Sofisticación (Completeness)	5	5
Fortaleza Financiera de las Empresas No Financieras	4	4
Promedio	3	3

*Elaborado de acuerdo a la disponibilidad de información. Algunos indicadores fueron actualizados a junio de 2015 y otros a setiembre de 2015.
** Elaborado de acuerdo a la disponibilidad de información. Algunos indicadores fueron actualizados a diciembre de 2015 y otros a marzo de 2016.

46 La metodología para la estimación del Indicador del Grado de Desarrollo del Mercado de Capitales se describe en el Recuadro 2 del Reporte de Estabilidad Financiera de Noviembre 2015.

Profundidad

52. **El tamaño del mercado de capitales es aún bajo, reflejando la poca profundidad de dicho mercado.** La calificación de este factor se mantuvo en 3. A nivel de indicadores, el mercado de deuda privada registra una mejora, mientras que los indicadores del mercado de deuda pública y de capitalización bursátil muestran una evolución decreciente.

El Mercado de Deuda Pública aún muestra un bajo nivel de desarrollo. A pesar del ritmo sostenido de emisiones de bonos y letras del Tesoro Público en el mercado doméstico, el saldo de estos instrumentos como proporción de la deuda pública total se redujo en el último trimestre de 2015 debido principalmente a las emisiones de bonos del gobierno en el mercado internacional durante ese período⁴⁷.

Cuadro 3.2 FACTOR PROFUNDIDAD				
	Jun.15	Set.15	Dic.15	Mar.16*
Deuda Pública				
Bonos Soberanos y Letras del Tesoro (como % de la deuda pública total)	40,5%	45,5%	34,7%	36,5%
Bonos Soberanos y Letras del Tesoro (como % del PBI)	8,1%	9,5%	8,1%	8,5%
Deuda Privada (% de Deuda Corporativa que se negocia en el Mercado de Capitales)				
	13,6%	13,9%	14,3%	14,1%
Capitalización Bursátil (% del PBI)	60,1%	48,6%	50,5%	56,5%
Factor Profundidad (del 1 al 10)	3	3	3	3
* Elaborado de acuerdo a la disponibilidad de información, el Producto Bruto Interno (PBI) se encuentra a diciembre de 2015 y el indicador de deuda privada a febrero de 2016. Fuente: Banco Central de Reserva, Bloomberg y Ministerio de Economía y Finanzas.				

Por su parte, el Mercado de Deuda Privada aún registra un nivel incipiente de desarrollo, a pesar del aumento de la emisión de bonos locales de empresas no financieras durante el período analizado⁴⁸. Esta evolución refleja el hecho que son relativamente pocas las empresas que tratan de obtener financiamiento en el mercado de capitales, sin considerar que este acceso les brinda la posibilidad de reducir su costo del capital y de obtener otros beneficios⁴⁹.

47 En el segundo semestre de 2015, se efectuaron dos emisiones de bonos globales: en agosto, se emitieron Bonos Perú 2027 por US\$ 1 250 millones y, en noviembre, se emitieron Bonos Perú 2026 por € 1 100 millones.

48 El año 2015 fue el mejor de los últimos cinco años en términos de acceso de las empresas no financieras a financiamiento en soles en el mercado de capitales, ya que sus emisiones de bonos registraron un incremento anual de 113%.

49 Estos beneficios incluyen: acceder a financiamiento de largo plazo; diversificar sus fuentes de fondeo; conseguir estructuras de financiamiento acorde con los plazos de maduración y el flujo de caja previsto de sus proyectos; e, incrementar su poder negociación frente a otros proveedores de financiamiento, especialmente el sistema bancario.





El indicador de Capitalización Bursátil⁵⁰ refleja un menor tamaño del mercado accionario, como proporción del PBI, entre junio de 2015 y marzo de 2016. La caída de las cotizaciones de las materias primas (sobre todo el petróleo), el alza efectiva de la tasa de referencia de la Reserva Federal, la apreciación del dólar norteamericano y el período de revisión en que se encontraba en ese momento el mercado de valores peruano por parte de la proveedora de índices *Morgan Stanley Capital International* (MSCI), para evaluar su eventual reclasificación de mercado emergente a mercado frontera⁵¹, afectaron el desempeño de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) en ese período.

Liquidez

53. **El grado de liquidez del mercado de capitales se mantiene bajo.** Sin embargo, se aprecia una recuperación de la liquidez en el mercado bursátil.

El sub-factor de liquidez del mercado bursátil alcanza un valor de 1, reflejando la baja frecuencia de negociación de las acciones inscritas en la BVL, en donde sólo 8 de las 100 acciones más líquidas de la BVL fueron negociadas en más del 95% de días.

Cuadro 3.3 LIQUIDEZ DEL MERCADO DE CAPITALES PERUANO			
Subfactores	Set.15	Dic.15	Mar.16
Proporción de las 100 acciones con más liquidez (frecuencia de negociación diaria de al menos 95% de días)	9%	6%	8%
Rotación de los bonos soberanos (Veces)	0,74	0,67	0,50
Factor liquidez	1	1	1

Fuente: Banco Central de Reserva, Bloomberg y Ministerio de Economía y Finanzas.

El monto promedio de negociación de las operaciones de renta variable al contado en la BVL ha descendido significativamente en los últimos años, ubicándose muy por debajo del máximo alcanzado en el año 2007⁵².

- 50 Mide el valor de las empresas listadas en el mercado bursátil en relación al tamaño de la economía del país. Una capitalización bursátil como proporción del PBI más elevada implica un mercado accionario más desarrollado, donde las principales empresas de un país determinado están listadas en su mercado bursátil. Por lo tanto, estas empresas pueden utilizar el mercado accionario para obtener financiamiento vía la emisión de nuevas acciones, por ejemplo.
- 51 Como se indicara en el REF de Noviembre 2015, la proveedora de índices Morgan Stanley Capital International (MSCI) agregó al mercado bursátil peruano a la lista de los países en revisión hasta junio de 2016, para evaluar si éste se mantendría en el índice de mercados emergentes o sería trasladado al de mercados frontera.
- 52 Ese año destacó por el atractivo que generó la BVL, tras la rentabilidad de los años previos, en nuevos participantes del mercado (fondos mutuos de renta variable recién creados y nuevos inversionistas individuales).



El fuerte incremento del monto negociado en el período 2003 - 2007 fue producto del mayor atractivo de la BVL ante el alza de las cotizaciones de todos los sectores. El inicio del ciclo expansivo de la economía y el alza de los precios de los *commodities* llevaron a una mejora sustancial del balance general, las ventas, los flujos de caja, los márgenes y las utilidades de las empresas listadas.

Posteriormente, la liquidez del mercado descendió por la evolución negativa de las cotizaciones bursátiles como consecuencia, entre otras razones, de la disminución del precio de los *commodities* entre el segundo semestre de 2011 y fines de 2015. Asimismo, la introducción del impuesto a las ganancias de capital en el año 2010 fue otro factor que contribuyó negativamente a la liquidez de la BVL en ese período.

En el primer trimestre de 2016, este indicador mostró una mejora explicada por la recuperación de la negociación bursátil y la exoneración temporal del impuesto a las ganancias de capital por la enajenación de acciones a partir del 1 de enero de 2016. De igual manera, se observó un reciente repunte de los montos negociados en la BVL, en especial en marzo y abril de este año.

Posteriormente, el 14 de junio último, MSCI anunció su decisión final de mantener a la BVL como “mercado emergente” luego que un mes antes, el 12 de mayo, MSCI anunciara su decisión de mantener la acción de la compañía minera Southern Copper dentro del índice peruano MSCI Perú⁵³.

La decisión de MSCI se explica debido a que, actualmente, la BVL cumple con el requisito mínimo de tener 3 acciones (Buenaventura, Credicorp y Southern Copper) que satisfacen los criterios de capitalización de mercado y de liquidez para ser categorizada como “mercado emergente”. Asimismo, el reciente repunte de la negociación en la BVL ha llevado también a que tres nuevas acciones (InRetail, IFS y Volcan) estén cerca de cumplir con los criterios para ser consideradas como nuevos componentes del MSCI Perú Index.

53 En esa oportunidad, el riesgo era que esa acción fuera reclasificada hacia el índice MSCI EEUU.





Recuadro 3 IMPORTANCIA DE LA LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS Y MEDIDAS PARA INCREMENTARLA EN LA BOLSA DE VALORES DE LIMA

La liquidez del mercado secundario se define como la facilidad con la que un activo puede ser negociado. En los mercados financieros, la liquidez se relaciona con la capacidad de realizar transacciones de un activo financiero en un nivel cercano al precio vigente en el mercado, de manera tal que promueva la formación de precios en consonancia con sus factores fundamentales y con las perspectivas de los flujos de efectivo futuros).

A mayor liquidez de un activo financiero, menor es el diferencial entre la mejor propuesta de compra y la mejor propuesta de venta (*bid-ask spread*). Ello reduce los costos de transacción de los inversionistas.

Los **beneficios** de tener mercados secundarios líquidos son los siguientes:

- Influye en el crecimiento económico, al promover la inversión en proyectos de largo plazo. La evidencia histórica ha demostrado que la relación entre la liquidez y el crecimiento económico se genera porque algunos proyectos de alto rendimiento requieren capital a largo plazo y los ahorradores o agentes económicos superavitarios de recursos son adversos a renunciar al control de sus ahorros por largos períodos.
- Genera incentivos a las empresas a listar sus valores (acciones e instrumentos de deuda) en los mercados, con lo cual mejoran sus condiciones de acceso al financiamiento. Asimismo, influye en la decisión de una compañía sobre ser pública, mediante una Oferta Pública Inicial (IPO, por sus siglas en inglés), ya que los mercados secundarios líquidos pueden mejorar el valor de la empresa y reducir la probabilidad de *underpricing* en la IPO.
- Permite a los inversionistas tomar y deshacer posiciones con mayor facilidad. Les incentiva también a recabar la mayor y mejor información posible de las empresas, lo que influye en el control corporativo *ex post* (esto es, luego de ocurrido el financiamiento sea mediante la emisión de acciones o bonos).

Entre los **factores** que determinan la liquidez de un mercado bursátil destacan los siguientes:

- La cantidad de empresas que cotizan en la bolsa.
- Las acciones disponibles para negociación o *free-float*.
- La variedad y cantidad de inversionistas participantes (institucionales y del tipo *retail*).
- La presencia de factores regulatorios o tributarios que afecten la competitividad del mercado, en relación a otras plazas bursátiles.
- Los costos de transacción, que incluyen las comisiones pagadas a las Sociedades Agentes de Bolsa (SAB) y a las entidades reguladoras del mercado.

Algunas medidas que se pueden tomar para incrementar la liquidez de la BVL son:

- Promover el ingreso de empresas emisoras de valores que generen valor económico agregado a sus accionistas en el largo plazo y que sean más representativas de los diversos sectores económicos⁵⁴.

54 El Valor Económico Agregado (EVA, por sus siglas en inglés) es una herramienta financiera que se define como el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluidos el costo de oportunidad del capital y los impuestos. Dicho de otro modo, el EVA es el resultado obtenido una vez que se han cubierto todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. La fórmula para su cálculo es: $EVA = \text{Utilidad operativa luego de impuestos} - (\text{Capital} \times \text{Costo del capital})$.

La incorporación de nuevos inversionistas y un mayor dinamismo de los participantes actuales en los mercados bursátiles están en función del atractivo de la plaza bursátil como un mecanismo de ahorro-inversión. Es decir, la liquidez del mercado está en función de la rentabilidad que los valores puedan generar, lo que a su vez refleja la evolución de los estados financieros de las empresas.

- Promover la cotización de nuevas empresas a través de IPO de acciones. En los últimos años, se han dado 4 IPO de acciones en la BVL:
 - En junio de 2007, el brazo financiero del Grupo Intercorp: *Intercorp Financial Services* (IFS), compuesto por Interbank e Interseguros, recaudó US\$ 269,2 millones.
 - En noviembre de 2010, la pesquera Exalmar realizó una IPO de acciones por S/ 341,5 millones.
 - En febrero de 2012, Andino Investment Holding obtuvo S/ 115 millones.
 - En octubre de 2012, InRetail Peru Corp realizó una IPO de acciones para inversionistas institucionales por US\$ 400 millones.
- Evaluar la relevancia del impuesto a las ganancias de capital (establecido en el año 2010). De los mercados integrantes del MILA, sólo el Perú mantiene este tipo de impuestos. En setiembre de 2015, se promulgó la Ley N° 30341 que exonera temporalmente (para el período 2016 – 2018) del Impuesto a la Renta a las ganancias de capital provenientes de la enajenación de acciones realizada en la BVL, que cumplan las siguientes condiciones.
 - El contribuyente y sus partes vinculadas no transfieran la propiedad del 10% o más del total de acciones emitidas por una empresa, en un período de 12 meses.
 - Sean acciones con presencia bursátil mínima de 15%. La acción debe negociar por encima de 4 UIT (S/ 15 800 en 2016) en al menos 27 de las últimas 180 ruedas de bolsa.
- Incentivar el ingreso de formadores de mercado o “*market makers*”. Este mecanismo permitiría que las pantallas de negociación (pizarras de compra y venta) tengan más propuestas de órdenes firmes de compra y de venta, reduciendo el *bid-ask spread*. La Ley N° 30341 ha generado incentivos al uso de este mecanismo⁵⁵. En lo que va de este año, las empresas que han suscrito convenios con una SAB para que actúe como formador de mercado son: Cementos Pacasmayo, Alicorp, Volcan, Ferreycorp, Engie Energía Perú (antes Enersur) y Graña y Montero. Previamente, solo Hudbay Mineral contaba con un formador de mercado.
- Reducir los costos de transacción de la negociación bursátil.
- Impulsar las ventas en corto y los préstamos de valores.
- Promover los fondos de inversión especializados (por ejemplo, en infraestructura o en bienes raíces).
- Incentivar los mecanismos de negociación electrónica que permitan el acceso directo de los inversionistas en las transacciones, por ejemplo, a través del desarrollo del *Direct Market Access* (DMA).

55 Anteriormente, los formadores de mercado debían pagar, como pago a cuenta del impuesto a la renta, el 1,5% del valor bruto de transacción, independientemente de si la enajenación generaba utilidades. A partir de esta ley, el impuesto resultante se paga en cada transacción y se calcula como la diferencia entre el valor de venta y el costo computable pertinente.





De otro lado, el desempeño de la Bolsa de Valores de Lima durante el primer trimestre de 2016 se tornó en positivo, luego de más de tres años de generar rendimientos negativos. Las razones subyacentes de este cambio fueron la recuperación del precio de *commodities*, desde fines de enero de 2016, y el cambio de percepción del mercado en cuanto a una mayor gradualidad de la Reserva Federal en su política de elevar la tasa de interés. En esta performance positiva, tuvo un rol importante las compras de oportunidad de los inversionistas de valores que estaban muy por debajo de sus niveles de fundamento.

Cuadro 3.4
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES

Región	Índice	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Var. %		
						2014	2015	2016 ^{1/}
América								
EE.UU	Dow Jones	16 577	17 823	17 425	17 685	7,5	-2,2	1,5
EE.UU	S&P 500	1 848	2 059	2 044	2 060	11,4	-0,7	0,8
Brasil	Bovespa	51 507	50 007	43 350	50 055	-2,9	-13,3	15,5
Chile	IGPA	18 228	18 870	18 152	19 297	3,5	-3,8	6,3
Colombia	IGBC	13 071	11 635	8 547	9 872	-11,0	-26,5	15,5
Perú	Peru General ^{2/}	15 754	14 794	9 849	12 058	-6,1	-33,4	22,4
Perú	LIMA 25 ^{3/}	22 878	20 265	12 902	17 778	-11,4	-36,3	37,8
Europa								
Alemania	DAX	9 552	9 806	10 743	9 966	2,7	9,6	-7,2
Reino Unido	FTSE 100	6 749	6 566	6 242	6 175	-2,7	-4,9	-1,1
Asia								
Japón	Nikkei 225	16 291	17 451	19 034	16 759	7,1	9,1	-12,0
Corea	KOSPI	2 011	1 916	1 961	1 996	-4,8	2,4	1,8
China	Shanghai Composite	2 116	3 235	3 539	3 004	52,9	9,4	-15,1

1/ Al 31 de marzo.

2/ Anteriormente IGBVL.

3/ Anteriormente ISBVL.

Fuente: Bloomberg.

El sub-factor de liquidez del mercado de deuda soberana también alcanza un valor de 1, como reflejo del bajo grado de rotación de la deuda soberana peruana (0,50 veces versus 11,4 veces de la deuda soberana de Estados Unidos).

Durante el año 2015, el volumen negociado de bonos soberanos en el mercado secundario disminuyó en 28,5% respecto al año anterior. Además, en diciembre de 2015, el monto negociado de estos títulos alcanzó S/ 694 millones, el menor monto mensual registrado en los últimos 8 años. Ello llevó a una reducción del indicador de rotación de bonos soberanos de 1,03 veces en 2014 a 0,67 veces en 2015.

Cuadro 3.5
MONTO NEGOCIADO DE BONOS SOBERANOS

Año	Monto anual negociado de bonos soberanos (Millones S/) ^{1/}	Var. %
2004	7 104	53,0
2005	9 636	35,6
2006	10 764	11,7
2007	19 800	83,9
2008	20 292	2,5
2009	33 444	64,8
2010	35 184	5,2
2011	27 744	-21,1
2012	33 828	21,9
2013	34 368	1,6
2014	44 536	29,6
2015	31 848	-28,5

^{1/} No considera operaciones realizadas entre entidades del mismo grupo económico ni aquellas que impliquen algún tipo de operación de reporte.
Fuente: MEF.

Si bien el monto negociado de bonos soberanos registró una tendencia creciente en la última década, asociada al ingreso de los inversionistas no residentes como participantes en dicho mercado, dicha tendencia se revirtió en el año 2015 por la menor demanda de esos inversionistas ante la expectativa de futuras alzas en la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Sin embargo, es importante notar que los inversionistas institucionales locales han absorbido, junto con la banca, la oferta de bonos soberanos derivada del retiro de los inversionistas no residentes.

En los últimos meses, ante el aumento de aversión al riesgo en los mercados emergentes, los inversionistas no residentes redujeron su exposición en bonos soberanos peruanos en cerca de seis puntos porcentuales, luego de haber venido manteniendo una proporción de bonos peruanos por encima de lo señalado por su *benchmark*. En cambio, la exposición de estos inversionistas en bonos del gobierno en moneda local en México, Brasil y Colombia varió levemente pero incrementaron los niveles de su cobertura cambiaria en esos países.

Cuadro 3.6
TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS

	Dic.14		Mar.15		Mar.16	
	Mill. de S/	Estruct.	Mill. de S/	Estruct.	Mill. de S/	Estruct.
No Residentes	16 501	38%	18 193	40%	17 224	34%
AFP	16 260	38%	16 634	36%	20 039	40%
Bancos	4 779	11%	5 453	12%	6 107	12%
Seguros	2 850	7%	2 988	7%	3 971	8%
Otros ^{1/}	2 660	6%	2 708	6%	2 920	6%
Total	43 050	100%	45 976	100%	50 261	100%

^{1/} Fondos privados, fondos públicos y personas naturales.
Fuente: MEF.



Inversionistas institucionales

54. **La calificación del factor desarrollo de los inversionistas institucionales se mantiene estable con un valor de 2.** Este bajo nivel de desarrollo refleja la presencia relativamente reciente de estos inversionistas en el mercado peruano (en la década de los noventa).

El indicador asociado al tamaño del portafolio de los inversionistas institucionales refleja el menor desarrollo de estos inversionistas en el Perú respecto al de los Estados Unidos (30% del PBI versus 232%). Es interesante notar que el tamaño de los inversionistas institucionales domésticos (como porcentaje del PBI) corresponde al observado en el mercado americano de los años 70s.

Cuadro 3.7 DESARROLLO DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES				
Subfactores	Set.15	Dic.15	Mar.16	
Tamaño del portafolio administrado (% PBI)	28%	30%	30%	
Proporción del portafolio invertido en activos líquidos (%)	19%	19%	18%	
Factor Inversionistas Institucionales	2	2	2	
Fuente: BCRP.				

55. **A marzo de 2016, el portafolio administrado por los inversionistas institucionales ascendió a S/ 179 401 millones, 8,5% más que en marzo de 2015.** De este total, los recursos administrados por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) representan el 70%; por las empresas de seguros, el 18%; y, por los fondos mutuos, el 12%.

Cuadro 3.8 PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES (Millones de S/)					
Composición de las inversiones	Dic.14	Mar.15	Mar.16	Estructura	
				Mar.15	Mar.16
AFP	114 503	118 500	125 912	72%	70%
Fondos Mutuos	18 617	18 894	21 363	11%	12%
Empresas de Seguros	26 272	27 900	32 125	17%	18%
Total	159 392	165 294	179 401	100%	100%
Fuente: SBS.					

56. **La cartera administrada por las AFP alcanzó los S/ 125 912 millones que representó un incremento de 6% con respecto a marzo de 2015.**

La composición de la cartera muestra una mayor participación de las tenencias de bonos del gobierno y de los depósitos en el sistema financiero que fue compensada parcialmente por una menor participación de las tenencias de títulos de renta variable. Las inversiones de las AFP en renta variable local se concentran en los sectores financiero, minero, eléctrico y de alimentos y bebidas.

A marzo de 2016, las inversiones en el exterior de las AFP representan el 40% del valor del portafolio administrado, porcentaje inferior al límite operativo vigente de 42%. Estas inversiones se concentran casi en su totalidad en cuotas de participación en fondos mutuos (S/ 47 695 millones, que representan el 95% de la inversión en el exterior de las AFP); en bonos emitidos por empresas financieras y no financieras (S/ 1 463 millones); en títulos de deuda de gobiernos (S/ 431 millones); en títulos de renta variable (S/ 156 millones); y, en certificados y depósitos a plazo de empresas financieras (S/ 281 millones).

Cuadro 3.9 COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO (Millones de S/)					
Composición de las inversiones	Dic.14	Mar.15	Mar.16	Estructura	
				Mar.15	Mar.16
Inversiones domésticas	67 994	69 435	75 764	59%	60%
Bonos del gobierno	19 841	21 215	23 701	18%	19%
Certificados de Depósito del BCRP	448	50	90	0%	0%
Depósitos en el sistema financiero	7 536	8 259	12 530	7%	10%
Renta fija sector privado	14 441	15 626	16 432	13%	13%
Títulos de renta variable	13 852	12 049	10 565	10%	8%
Sociedades Titulizadoras	5 844	6 038	6 659	5%	5%
Fondos mutuos y de inversión	5 419	5 561	5 557	5%	4%
Operaciones en tránsito	612	638	231	1%	0%
Inversiones en el exterior	46 509	49 065	50 148	41%	40%
Total	114 503	118 500	125 912	100%	100%

Fuente: SBS.

El porcentaje de inversiones en activos líquidos de las AFP (depósitos en el sistema financiero local y del exterior) se ha incrementado en el último año desde el 7,6% que alcanzó en marzo de 2015 hasta llegar a un nivel de 10,2% en marzo de 2016.

Las rentabilidades nominales anualizadas de los tres tipos de Fondo en los últimos 3, 5 y 8 años fueron positivas. Sin embargo, en el último año, el Fondo 3 registró pérdidas.

Cuadro 3.10 RENTABILIDAD NOMINAL ANUALIZADA DE LOS FONDOS DE PENSIONES* (%)				
	1 año	3 años	5 años	8 años
Fondo 1	4,38	4,01	5,95	5,54
Fondo 2	2,87	3,87	4,39	5,29
Fondo 3	-1,02	1,09	0,80	2,94

* Calculada a marzo de 2016.
Fuente: SBS.

57. **En los últimos años, el sistema de pensiones en el Perú⁵⁶ ha estado sujeto a una serie de discusiones referida a su alcance, costo y cobertura.**

56 Está compuesto principalmente por el Sistema Nacional de Pensiones, el Sistema Privado de Pensiones más una serie de sistemas pensionarios para segmentos específicos (tales como la Derrama Magisterial, la Caja del Pescador, la Caja de Pensiones Militar Policial, entre otros) y que se complementa con Pensión 65.





Los ejemplos más distintivos son: la derogación del aporte obligatorio de los trabajadores independientes al SPP, parte sustancial de la reforma implementada en el año 2012 pero severamente cuestionada por los mismos individuos afectados; segundo, la reciente aprobación de una Ley que permite la libre disponibilidad del 95,5% de los fondos previsionales acumulados en el Sistema Privado de Pensiones (SPP) cuando los afiliados cumplan los 65 años de edad.

El debate suscitado por estos cambios no se limitó a la conveniencia o pertinencia misma de la propuesta sino también incluyó, entre otros aspectos, los vinculados al costo de administración inmerso en cada sistema pensionario; la eficiencia de gestión de las propias AFP como de la Oficina de Normalización Previsional (ONP), en cuanto a la rentabilidad obtenida; y, la sostenibilidad financiera y fiscal del SNP.

En ese contexto, resulta conveniente presentar algunos principios básicos que deben guiar el diseño e implementación de un sistema de pensiones.

Recuadro 4
LINEAMIENTOS BÁSICOS DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

De acuerdo al Banco Mundial, el sistema de pensiones tiene un doble objetivo: proteger a la población de mayor edad del riesgo de pobreza; y, permitir una adecuada distribución del consumo de cada persona a lo largo de su vida laboral tanto activa como una vez retirado o jubilado (esto es, el suavizamiento del consumo en el tiempo)⁵⁷.

Barr y Diamond (2008)⁵⁸ precisan que los objetivos señalados por el Banco Mundial son los perseguidos por los individuos y las familias. En cambio, los gobiernos pueden incluir objetivos adicionales, como el alivio de la pobreza y la redistribución de los ingresos. Teniendo ello en consideración, estos autores presentan un conjunto de principios a ser utilizados para el análisis y el diagnóstico del sistema de pensiones:

- La evaluación debe ser integral. El diseño del sistema de pensiones afecta el mercado laboral, el crecimiento económico, la distribución del riesgo y la distribución del ingreso.
- Los objetivos deben ser claramente establecidos. Estos pueden ser previsionales (riesgo de pobreza en la vejez y suavizamiento del consumo en el tiempo), redistributivos y de reducción de la pobreza.
- El nivel de financiamiento del sistema debe ser adecuado y sostenible. Se debe considerar que el sistema de pensiones implica una distribución intergeneracional de recursos,
- El sistema de pensiones se debe evaluar en un contexto de segundo óptimo (*second best*). La decisión previsional se toma en el presente y abarca un horizonte futuro incierto. Así, esta decisión se toma sobre la base de:
 - Información imperfecta, asociada a la incertidumbre del futuro (principalmente, la selección del tiempo de retiro y la esperanza de vida).
 - Falta de conocimiento financiero de los individuos.
 - Mercados de seguros incompletos. Los individuos sólo acceden a productos estandarizados para los principales grupos de la sociedad que muchas veces no son acordes a las necesidades y objetivos de cada persona.

Barr y Diamond señalan que el diseño del sistema previsional debe ir acorde con sus objetivos, cuya consecución tiene que tener en consideración las siguientes restricciones:

- La capacidad fiscal.
- El diseño de un esquema adecuado de contribuciones.
- Capacidad institucional para hacer factible las opciones de jubilación que se planteen.
- La existencia de procesos políticos que permitan que el diseño del sistema de pensiones sea políticamente factible.

Es importante que la distribución de ingresos inter generacional configurada en el sistema de pensiones evite la presencia de subsidios cruzados de una generación a otra (por ejemplo, impuestos elevados para mejorar la cobertura de los de mayor edad que perjudican a los más jóvenes y a la inversa). Asimismo, la estructura de financiación del sistema debe generar los incentivos correctos para que los individuos tomen las mejores de decisiones⁵⁹.

57 En esa línea, el Banco Mundial apunta la importancia del fortalecimiento del sistema de seguridad social y de los sistemas de ahorro contractual de modo que provean de ingresos suficientes a la población de mayor edad. Se recomienda revisar la serie preparada por el Banco Mundial denominada "World Bank Pension Reform Primer", en especial "The World Bank Pension Conceptual Framework".

58 Barr, Nicholas y Peter Diamond, Reforming Pensions: Principles, Analytical Errors and Policy Directions, Center for Retirement Research at Boston College, CRR WP 2008-26, Diciembre 2008.

59 Se debe procurar que los individuos tomen decisiones que sean temporalmente consistentes, sabiendo que la tendencia es a sobrevalorar el presente respecto al futuro. Entre esas decisiones, destacan dos: la decisión de ahorrar hoy para consumir mañana (se tiende a consumir más en el presente por lo que se procrastina o se pospone la decisión de ahorrar para después); y, el tiempo adecuado para el retiro.





El Banco Mundial⁶⁰, luego de reconocer que no existe un modelo de sistema de pensiones único ni universal, ha desarrollado un marco conceptual para guiar el análisis, evaluación y diseño de los sistemas de pensiones. El marco conceptual se basa en una evaluación de las condiciones y capacidades iniciales y el establecimiento de los objetivos principales. Luego, evalúa las modalidades de sistemas de pensiones aplicando un “modelo de pilares múltiples”.

- a. Pilar Cero no contributivo: financiado con los impuestos recaudados por el gobierno y está dirigido a garantizar que todas las personas que superen una edad dada cuenten con un mínimo nivel de protección. Es una pensión social y busca aliviar la pobreza y otorgar un nivel mínimo de protección a los ancianos. Por ejemplo, el programa Pensión 65.
- b. Primer Pilar obligatorio: típicamente financiado como un sistema de reparto de administración pública y complemento fiscal por lo que están sujetos a riesgos demográficos y fiscales. En el Perú, el SNP se aproxima a este pilar en el sentido que establece pensiones mínimas y máximas y que está financiado por los propios individuos pero garantizado por el Estado a través de sus ingresos fiscales⁶¹.
- c. Segundo Pilar obligatorio: cuenta de ahorro previsional individual con un amplio conjunto de opciones de diseño, que incluye gestión activa o pasiva de inversiones, parámetros de selección de inversiones y gestores de inversiones y opciones de retiro para la fase de jubilación. En el Perú, corresponde al SPP.
- d. Tercer Pilar voluntario: toma diversas formas, tales como ahorros individuales para hacer frente a la jubilación, la incapacidad o el fallecimiento; y es flexible y discrecional. En el Perú, corresponde a las contribuciones voluntarias al SPP.
- e. Cuarto Pilar no financiero: que incluye acceso a sustento informal (sustento familiar, por ejemplo) y otras formas de programas sociales (seguridad social, vivienda, etc.).

El “modelo de pilares múltiples” tiene, de acuerdo al Banco Mundial, diversas ventajas para el diseño de un sistema de pensiones. Primero, proporciona un rango de opciones factibles. Segundo, incorpora múltiples elementos bajo el supuesto que un sistema de pensiones diversificado puede garantizar ingresos para la jubilación de manera más efectiva y eficiente. Tercero, proporciona mayor seguridad contra los riesgos económicos, demográficos y políticos que enfrentan los sistemas de pensiones. Cuarto, son más efectivos que un esquema de pilar único en términos de adecuación, accesibilidad, sostenibilidad y robustez.

Para determinar las opciones de reforma factibles, es importante una correcta evaluación de las condiciones iniciales.

Estas condiciones incluyen la evaluación de: i) la accesibilidad, fortaleza y equidad de los sistemas pensionarios existentes (obligatorios y voluntarios)⁶²; ii) los derechos adquiridos por los trabajadores y pensionistas; iii) la vulnerabilidad de las personas en edad avanzada; iv) la prevalencia de la pobreza; v) el entorno demográfico y macroeconómico; vi) la fortaleza institucional; y, vii) la amplitud, profundidad y eficiencia de los mercados financieros (particularmente con respecto a los instrumentos de largo plazo).

60 Holzmann, Robert, Richard Hinz y Mark Dorfman, *Pension Systems and Reform Conceptual Framework*, SP Discussion Paper No. 0824, Junio 2008; y, *The World Bank Pension Conceptual Framework*, World Bank Pension Reform Primer 45728, Setiembre 2008.

61 El SNP es un sistema de contribución definida que otorga beneficios hasta un rango acotado de ingresos. Tiene reglas fijas de acceso a los beneficios (por ejemplo, aportes de 20 años para acceder a una pensión mínima que de no ser cumplido, se pierde al aporte efectuado).

62 Para ello se analiza lo siguiente: la capacidad del sistema para proporcionar beneficios suficientes para prevenir la pobreza en edades avanzadas y para suavizar el consumo; la accesibilidad financiera de los individuos y de la sociedad; su sostenibilidad financiera intertemporal; la robustez del sistema para soportar *shocks* económicos, demográficos y políticos; y el grado de equidad existente (esto es, que la redistribución de ingresos de ricos a pobres sea consistente con las preferencias de la sociedad. Finalmente, la predictibilidad hace referencia a la capacidad del sistema de proporcionar beneficios de acuerdo a ley y no sujetos a la discreción de los *policy makers* o administradores.

En el proceso de reforma de un sistema de pensiones, el Banco Mundial señala que se debe tener en cuenta lo siguiente:

- La existencia de un compromiso creíble y de largo plazo por parte del gobierno;
- La existencia de condiciones políticas estables que proporcionen una probabilidad razonable de implementación y maduración total de la reforma;
- La aceptación de la reforma de parte de la población; y,
- La construcción de la capacidad institucional necesaria para su implementación.

58. **En marzo de 2016, el portafolio de inversión de los fondos mutuos alcanzó un total de S/ 21 363 millones, 13% más que en marzo de 2015, crecimiento explicado principalmente por las mayores inversiones en activos líquidos.** Cabe notar que estos fondos destinan más del 80% de su portafolio a activos líquidos (depósitos en el sistema financiero). El incremento del portafolio de inversión de los fondos mutuos se dio en un contexto en que el número de partícipes se incrementó en 7% en los últimos doce meses, alcanzando un máximo histórico de 390 mil partícipes.

Cuadro 3.11
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS
(Millones de S/)

Composición de las inversiones	Dic.14	Mar.15	Mar.16	Estructura	
				Set.15	Mar.16
Depósitos	14 847	15 116	18 026	80%	84%
Renta fija	2 952	3 027	2 590	16%	12%
Renta variable	818	751	748	4%	4%
Total	18 617	18 894	21 363	100%	100%
Número de partícipes (en miles)	352	365	390		

Fuente: SBS - Boletín Estadístico de las Empresas de Seguros - Estados Financieros, Balance General.

En el último año, se observó una mayor demanda por fondos mutuos de corto plazo. Los fondos mutuos de renta fija (que representan más del 90% del patrimonio total administrado por estos inversionistas institucionales) fueron los de mayor rendimiento, principalmente los de moneda nacional. Los fondos mutuos de renta variable y de renta mixta tuvieron un desempeño negativo.

Cuadro 3.12
RENTABILIDAD NOMINAL DE LOS FONDOS MUTUOS*
(Mar.16/ Mar.15)

Renta Mixta	%
Renta Mixta Soles	-2,9
Renta Mixta Dólares	-5,1
Renta Mixta Internacional	-4,9
Renta Variable	
Renta Variable Soles	-3,3
Renta Variable Dólares	-13,3
Renta Fija	
Renta Soles	3,6
Renta Dólares	0,5

* Promedio.
Fuente: SMV.





59. **El portafolio de inversión de las empresas de seguros ascendió a S/ 32 125 millones en marzo de 2016 (aumento de S/ 4 225 millones respecto a marzo de 2015).** Este incremento se explica principalmente por el aumento de las inversiones líquidas. El patrimonio administrado por las empresas de seguros se destina principalmente a inversiones financieras a plazos mayores de 1 año.

Ello ocurre en un contexto de crecimiento sostenido de los activos administrados por las empresas de seguros, asociado al proceso de jubilación de los afiliados al SPP que optan por la modalidad de renta vitalicia, que ha tenido una tendencia creciente en los últimos años. Sin embargo, dicho crecimiento podría verse reducido con la posibilidad de que los afiliados, al cumplir 65 años, puedan retirar hasta el 95,5% de sus fondos de pensiones, a menos que las empresas de seguros ofrezcan productos adicionales que sean suficientemente atractivos para retener a dichos afiliados en el mercado de rentas vitalicias o de anualidades.

Cuadro 3.13
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS DE SEGUROS
(Millones de S/)

Composición de las inversiones	Dic.14	Mar.15	Mar.16	Estructura	
				Set.15	Mar.16
Caja y bancos	1 169	1 429	1 775	5%	6%
Inversiones financieras < 1 año	1 865	1 913	2 066	7%	6%
Inversiones financieras > 1 año	22 073	23 322	26 701	84%	83%
Inversiones en inmuebles	1 165	1 236	1 584	4%	5%
Total patrimonio administrado	26 272	27 900	32 125	100%	100%

Fuente: SBS - Boletín Estadístico de las Empresas de Seguros - Estados Financieros, Balance General.

Cuadro 3.14
RANKING DE PRIMAS DE SEGUROS NETAS POR RAMOS
(Millones de S/)

	2014	Ene-Mar 2015	2015	Ene-Mar 2016
Rentas Vitalicias ^{1/}	1 943	545	2 237	468
Seguros de Vida en Grupo (Desgravamen)	1 475	407	1 632	442
Primas de invalidez y sobrevivencia	794	222	890	236
Seguros de Vida individuales	588	171	720	196
Ramos de Seguros Generales, Accidentes y enfermedades y otros	5 354	1 545	6 265	1 642
Total	10 154	2 889	11 744	2 983

1/ Incluye Rentas Vitalicias de Jubilación, Rentas de Invalidez y Rentas de sobrevivencia.
Fuente: SBS.

60. **La alta proporción del portafolio invertida en activos líquidos que vienen manteniendo los inversionistas institucionales en los últimos años refleja la carencia de instrumentos para invertir y la posición conservadora asumida por estos inversionistas.** En promedio, la proporción invertida en depósitos en el

sistema financiero alcanza el 18% (versus el 2% – 5% observado en el mercado de Estados Unidos para el período de 1980 a la actualidad).

A marzo de 2016, los fondos mutuos (84,4% de su portafolio de inversión) y las AFP (10,2% de la cartera administrada) destinan una parte importante de sus portafolios a inversiones en activos líquidos (depósitos en entidades del sistema financiero local e internacional). En cambio, las empresas de seguros han mantenido una participación de los recursos líquidos (caja y bancos) relativamente baja y estable (5,5% del portafolio).

Estos activos no son un vehículo óptimo de inversión para los fondos de pensiones ni para los fondos mutuos debido a que no calzan con el tipo, el plazo⁶³ ni la rentabilidad que deben tener los activos en los cuales deben invertir. Esta excesiva liquidez de bajo rendimiento, que se viene observando en los últimos años, sigue reflejando una ausencia de mejores alternativas de inversión en el mercado doméstico y constituye un indicador de que los inversionistas institucionales no encuentran en el mercado instrumentos de deuda suficientes; además, es un indicador que muestra que las AFP y los fondos mutuos están tomando una posición más conservadora.

Institucionalidad

61. **El grado de institucionalidad en el Perú es relativamente bajo para el año 2015 (valor de 3), habiendo mostrando una ligera caída con respecto al valor obtenido en años anteriores.** Cabe indicar que esta calificación se mantiene igual a la que se publicó en el REF de Noviembre 2015, debido a que no se cuenta con nueva información del Reporte de Competitividad Global elaborado por el *World Economic Forum*⁶⁴.

Sofisticación del mercado

62. **El mercado de capitales peruano continúa mostrando un nivel medio de sofisticación, que se refleja en la calificación que alcanza este factor.** Los mercados menos desarrollados son los de renta variable y de instrumentos financieros derivados. Sin embargo, en los últimos meses se han realizado operaciones de préstamo de valores con acciones⁶⁵, lo que representa un avance en el mercado de renta variable con respecto a lo reportado en el REF pasado.

63 Por lo general, los depósitos a plazo de las AFP en el sistema financiero nacional, tanto en nuevos soles como en dólares, tienen plazos menores a 30 días.

64 En el REF de Noviembre 2015 se utilizó la información correspondiente al período 2015 – 2016. La información del Reporte de Competitividad Global para el período 2016 – 2017 aún no se ha publicado.

65 Prima AFP, en conjunto con Credicorp Capital y la Bolsa de Valores de Lima, realizó la primera operación de préstamo de valores o *securities lending* en Perú. La AFP prestó acciones a Ferreycorp por S/ 130 000, a un plazo de 6 días y con una tasa de 8%. Este tipo de operaciones favorecerá la liquidez del mercado y promoverá el ingreso de nuevos inversionistas.





Cuadro 3.15
INDICADORES DEL FACTOR DE SOFISTICACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

Renta Variable - Puntaje: 5 de 9			
✓ Mercado Spot	ETP's	✓ Day Trading	
✓ Mercado Repo	OPI's	Compras Apalancadas	
✓ Préstamo de Valores	Venta en Corto	✓ Creadores de Mercado	
Renta Fija - Puntaje: 11 de 19			
✓ Deuda Pública	ETP's	✓ Bonos no Corporativos	✓ Mercado de Dinero
✓ Deuda Privada	Bonos Convertibles	✓ Bonos de Alto Rendimiento	Bonos de Infraestructura
✓ Mercado Spot	Bonos Titulizados	Bonos Basura	✓ Bonos Titulizados
✓ Mercado Repo	✓ Bonos de 30+ años	Índices sobre Bonos	✓ Creadores de Mercado
Préstamo de Valores	✓ Bonos de Tasa Variable	Bonos Cupón Cero	
Derivados - Puntaje: 4 de 15			
Opciones sobre Acciones	Futuros de Tasas	Futuros de Índices de Acciones	
✓ Forward de Tipo de Cambio	✓ Swap de Tasas	Opciones sobre <i>Commodities</i>	
✓ Swap Cambiario	CDS	Opciones sobre ETFs	
✓ Opciones de Tipo de Cambio	Opciones sobre CDS	Derivados Exóticos	
Futuros de Tipo de Cambio	<i>Commodities</i>	Mercado Centralizado de Derivados	
Fondos de Inversión - Puntaje: 6 de 11			
✓ Fondos de Infraestructura	REITS*	Fondos de <i>Commodities</i>	
✓ Fondos de Capital Privado	✓ Fondos de Renta Fija	Fondos de Capital Angel	
Fondos de Capital Semilla	✓ Fondos de Acciones	✓ Fondos Internacionales	
✓ Fondos Inmobiliarios	Fondos de Cobertura		
Puntaje Final: 5			

* *Real Estate Investments Trusts* (REIT) son sociedades que invierten en activos inmobiliarios y cuyos ingresos proceden fundamentalmente de los alquileres de los mismos. Cotizan en bolsa y tienen que repartir dividendos todos los años.
Fuente: BCRP.

Fortaleza financiera de las empresas⁶⁶

63. **Los indicadores financieros de las empresas corporativas se deterioraron ligeramente durante el año 2015⁶⁷.**

Los indicadores de crecimiento y rentabilidad registraron un deterioro en el año 2015 en relación al año previo, destacando la contracción de las ventas de las empresas corporativas y los menores niveles de retorno sobre el capital. De igual modo, los menores niveles de utilidad operativa afectaron adversamente los ratios de endeudamiento y de cobertura de intereses de las empresas.

66 Este factor se mide a través de cuatro sub-factores: i) tasas de crecimiento y rentabilidad; ii) ratios de solvencia y apalancamiento; iii) ratios de liquidez; e, iv) indicadores del ciclo de negocios (o ciclo de conversión de efectivo). La calificación de cada sub-factor se asigna evaluando en qué decil de la distribución de datos históricos se ubica el valor de cada indicador financiero utilizado.

67 Para la construcción de los indicadores y su correspondiente calificación se han usado observaciones de frecuencia anual de los estados financieros, para el período 1992-2015, correspondientes a las empresas que están obligadas a reportar su información financiera a la SMV. La ventaja de contar con una base de datos extensa en el tiempo es que se recogen indicadores financieros correspondientes a diferentes ciclos de expansión (1993-1997, 2002-2007) y de contracción económica (1998-2001, 2008-2009 y el actual ciclo iniciado en 2010).

Por su parte, los niveles de los indicadores de liquidez de las empresas se han mantenido relativamente estables en los últimos años. El ratio de prueba ácida a diciembre de 2015 (0,86 veces) refleja un nivel adecuado y suficiente de liquidez.

Cuadro 3.16
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS CORPORATIVAS

	Crecimiento y rentabilidad			Solvencia financiera y apalancamiento			Liquidez	Indicadores de ciclo de negocio			
	Crecimiento % ventas	Margen operativo	ROE	Pasivos / patrimonio neto	Deuda / utilidad operativa	Utilidad operativa / gastos financieros	Liquidez ácida	Inventarios	Cuentas por cobrar	Pago a proveedores	Ciclo operativo
2009	-7%	23%	19%	0,71	2,9	5,3	0,90	81	40	67	54
2012	0%	18%	14%	0,67	3,5	9,8	0,91	76	33	68	41
2014	1%	15%	9%	0,72	5,1	7,0	0,86	69	28	70	27
2015	-11%	16%	4%	0,74	5,7	5,2	0,86	74	32	77	30

Fuente: Economática.

Los indicadores de ciclo de negocios se encuentran en niveles adecuados por lo que se infiere que continúa un adecuado funcionamiento de la cadena de pagos de la economía. Destaca el bajo nivel del plazo de realización de las cuentas por cobrar (32 días a diciembre de 2015). En cambio, se ha observado un leve incremento del plazo promedio de pago a los proveedores en los últimos años, de 67 días en diciembre de 2009 a 77 días en diciembre de 2015.





IV. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO

64. **Las presiones cambiarias depreciatorias que prevalecían en la región a fines de 2005⁶⁸ se revirtieron en la segunda quincena de enero 2016.** Este cambio se fundamenta en las medidas de alivio monetario anunciadas por los bancos centrales más importantes del mundo, las mejores perspectivas sobre el crecimiento económico de China y la recuperación del precio de los *commodities*

Para enfrentar las presiones depreciatorias sobre el sol y reducir la volatilidad cambiaria, el BCRP intervino en el mercado cambiario a través de operaciones en el mercado *spot*, emisión de Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP)⁶⁹ y emisión de Swaps Cambiarios BCRP (SC BCRP)⁷⁰. Luego, al revertirse la tendencia del tipo de cambio, el BCRP demandó dólares en el mercado cambiario de forma pasiva a través del vencimiento neto de CDR BCRP y SC BCRP.

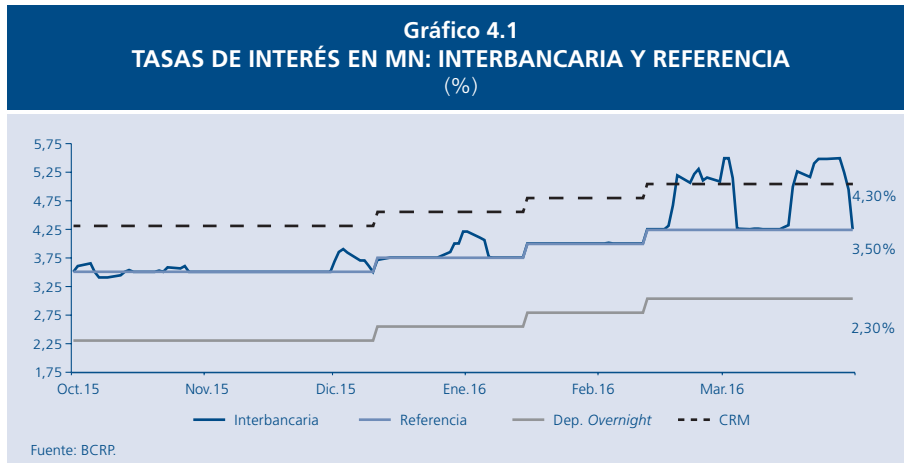
III.1 Mercado de Dinero

65. **La disminución temporal de la liquidez en moneda nacional originó que la tasa de interés interbancaria superara la tasa de referencia principalmente durante los meses de febrero y marzo.** Entre la tercera semana de febrero y la primera semana de marzo, la menor liquidez se originó por el mayor ritmo de ventas de dólares del BCRP. Asimismo, en las últimas semanas de marzo, la regularización anual del impuesto a la renta afectó la liquidez. En el primer caso, la tasa de interés interbancaria excedió a la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 93 básicos y en el segundo, en 105 puntos.

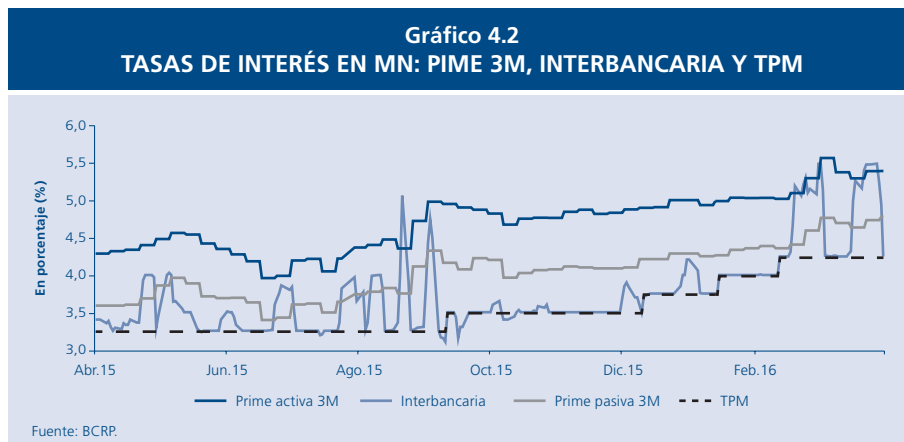
68 Debido a expectativas de un ciclo de subida de la tasa de política monetaria de la FED en 2016, pesimismo sobre el desempeño de la economía China y la caída del precio de los *commodities*.

69 Los CDR BCRP son valores emitidos por el BCRP que están indexados al tipo de cambio.

70 Los *Swaps Cambiarios* BCRP (SC BCRP) de venta (compra) son derivados financieros en los que el BCRP paga (recibe) una tasa de interés fija en dólares más la variación del tipo de cambio y recibe (paga) una tasa de interés variable determinada por la capitalización del Índice Interbancario *Overnight*. Ambos montos se calculan sobre un monto nominal en moneda nacional y se liquidan por diferencias, sin que se realice intercambio de principales en la fecha de pacto o vencimiento.



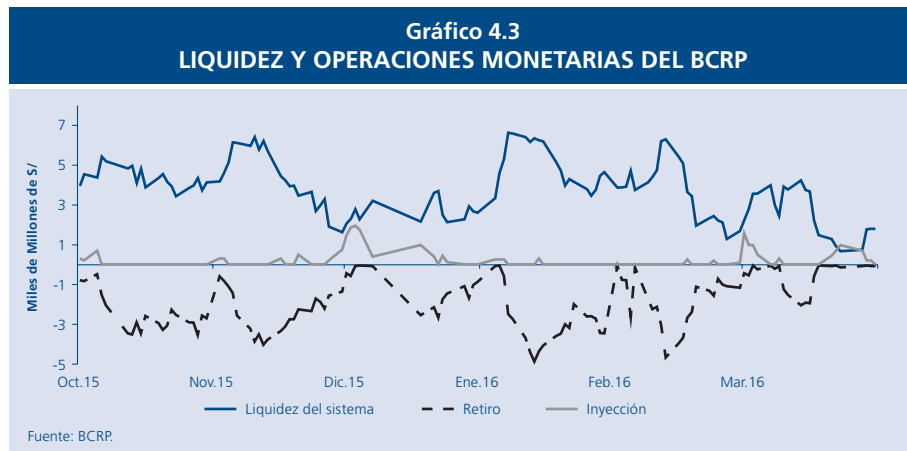
Entre octubre de 2015 y marzo de 2016, el BCRP incrementó su tasa de política monetaria en 25 puntos básicos en tres oportunidades (el 10 de diciembre, el 14 de enero y el 11 de febrero). El objetivo fue anclar las expectativas de inflación y lograr la convergencia de la inflación al rango meta.



66. **El BCRP proporcionó liquidez en moneda nacional a través de las operaciones de reporte de valores y de monedas.** Para la liquidez de corto plazo, el BCRP realizó operaciones de reporte de valores por un monto promedio⁷¹ de S/ 844 millones principalmente a los plazos *overnight* (87%) y una semana (8%).

⁷¹ Corresponde al promedio de los días en que se realizaron dichas operaciones.



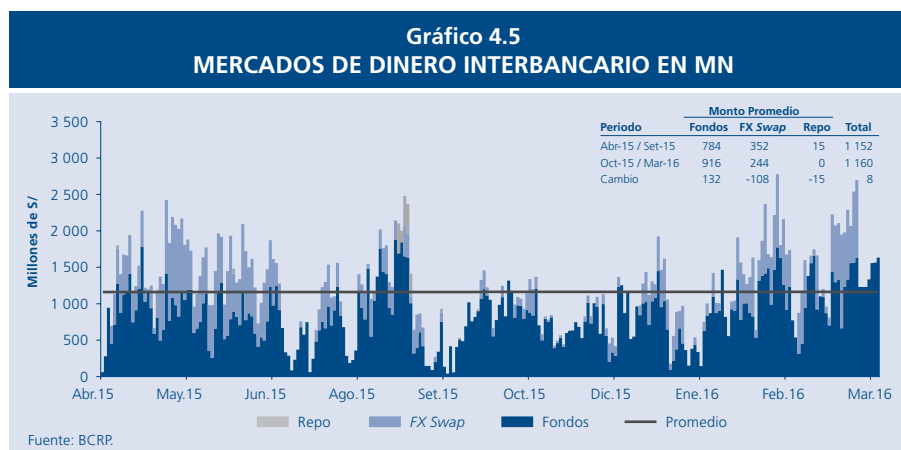


Para la liquidez de mediano y largo plazo, el BCRP efectuó operaciones de reporte de monedas (promedio diario de S/ 333 millones) principalmente a 24 meses (58%) y 18 meses (31%). El BCRP realizó también subastas de depósitos del sector público por un monto promedio diario de S/ 380 millones al plazo de 6 meses. A pesar de las operaciones efectuadas, los saldos de operaciones de reporte de monedas (en S/ 1 050 millones) y las subastas de depósitos del sector público (en S/ 550 millones) se redujeron.

En marzo, las tasas pagadas en las operaciones de reporte de valores al plazo *overnight* fueron de hasta 176 puntos básicos por encima de la tasa de referencia (122 puntos básicos en promedio). En el semestre, el BCRP realizó operaciones de retiro e inyección de fondos en el 99% de los días útiles (98% en el semestre anterior).



67. **La negociación en el mercado de dinero interbancario se mantuvo estable.** La menor negociación de FX *swaps* y repos fue compensada por la negociación de los fondos interbancarios.



68. **Para formar una curva de rendimiento de corto plazo, el BCRP continuó emitiendo CD BCRP a plazos entre 1 mes y 18 meses por un total de S/ 13 465 millones.** Se colocaron certificados a una semana (S/ 585 millones), un mes (S/ 98 millones), tres meses (S/ 5 786 millones), seis meses (S/ 3 178 millones), doce meses (S/ 3 143 millones) y dieciocho meses (S/ 675 millones). Las entidades financieras mostraron preferencia por los de dieciocho y seis meses, con ratios promedio de colocación (*bid to cover*) de 3,0 y 2,6, respectivamente.
69. **El saldo de CD BCRP disminuyó en S/ 606 millones por la mayor demanda por liquidez de las entidades bancarias.** La disminución se registró principalmente en marzo último (S/ 1 757 millones).

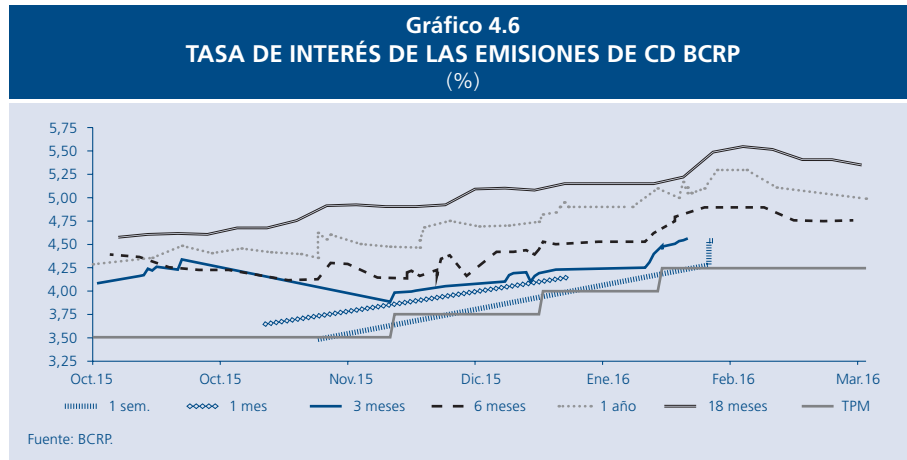
Cuadro 4.1
MOVIMIENTO EN TENENCIAS DE CD BCRP
(Millones de S/)

Grupo	Al 30 Set.15	Cambios en tenencias				Cambio	Al 31 Mar.16
		Primario	Secundario	Vencimientos	Total		
Bancos	10 514	12 347	-3 302	-9 245	-200	-2%	10 314
Nación	4 175	-	3 032	-3 255	-223	-5%	3 952
Otros	1 263	429	0	-812	-384	-30%	879
AFP	-	-	94	0	94	-	94
Fondos Mutuos	135	3	-43	78	38	28%	172
Seguros	9	-	0	-9	-9	-100%	-
Financieras	296	469	212	-651	31	10%	326
CMAC	203	215	0	-170	45	22%	248
CRAC	3	2	7	-7	2	56%	5
Total	16 597	13 465	0	-14 071	-606	-4%	15 990

Fuente: BCRP.

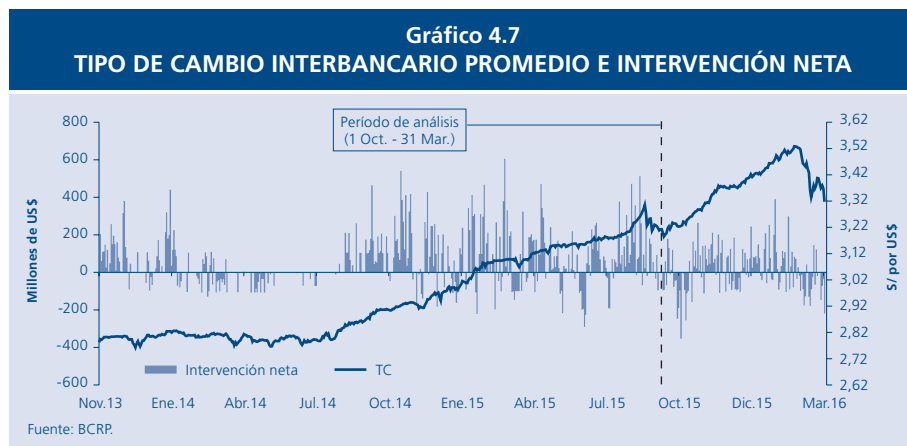
70. **Los rendimientos de los CD BCRP aumentaron, reflejando las expectativas de incrementos en la TPM.** Los rendimientos de los CD BCRP siguieron la tendencia de la TPM. En febrero, se redujeron debido a las menores expectativas de incrementos en la TPM ante la moderación de la inflación producto de la caída del tipo de cambio



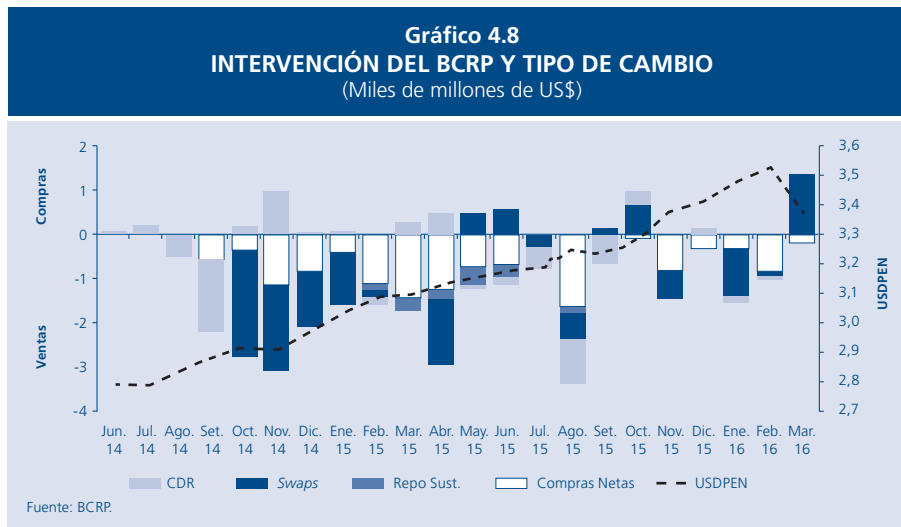


III.2 Mercado Cambiario

71. **Dentro de un contexto de alta volatilidad cambiaria, el sol se depreció 2,57% entre octubre de 2015 y marzo de 2016.** El tipo de cambio interbancario venta se depreció en 9,1% entre el 30 de setiembre pasado y el 23 de febrero último, al pasar de S/ 3,235 a S/ 3,530. Sin embargo, al 31 de marzo, cerró en S/ 3,318, 6% menos que al 23 de febrero de 2016.



72. **Para evitar fuertes fluctuaciones del tipo de cambio, el BCRP intervino en el mercado cambiario a través de diferentes instrumentos, aunque a un menor ritmo.**



Entre octubre de 2015 y marzo último, el BCRP realizó ventas por US\$ 2 404 millones en el mercado *spot* interbancario, y realizó compras por US\$ 553 millones a través de vencimientos netos de CDR BCRP por US\$ 263 millones y de SC BCRP por US\$ 290 millones. No obstante, en marzo último, el BCRP demandó pasivamente US\$ 1 248 millones en el mercado cambiario (US\$ 1 362 millones por el vencimiento neto de SC BCRP y US\$ 29 millones por vencimientos netos de CDR BCRP, sin embargo ofertó US\$ 143 millones en el mercado *spot*), lo que representó la mayor demanda mensual desde febrero de 2013.

En el Gráfico 4.8 se puede apreciar la evolución mensual de la intervención del BCRP en el mercado cambiario a través de sus diferentes instrumentos.

73. **En el período, continuó la demanda de dólares por parte de las empresas corporativas en el mercado *spot*.** Sin embargo, desde fines de febrero último, los efectos cambiarios de esta demanda fueron contrarrestados por la oferta de los inversionistas no residentes en el mercado de *forwards*.





Cuadro 4.2
USOS Y FUENTES DEL MERCADO CAMBIARIO ^{1/}
(Millones de US\$)

Oferta Neta	De Abr.15 a Set.15			De Oct.15 a Mar.16		
	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total
1. AFP	-2 003	453	-1 550	-450	-67	-517
2. No Residentes	221	-389	-168	-89	2 783	2 694
3. Arbitraje	-12 291	12 291	0	-5 901	5 901	0
4. Banco de la Nación y financieras	-734	0	-735	-793	0	-793
5. Otros	-6 787	673	-6 114	-2 791	-300	-3 092
Total	-21 594	13 027	-8 567	-10 025	8 316	-1 709
a. Aumento Posic. Cambio Banca			400			-142
b. Intervención neta del BCRP			8 168			1 851
i. Compras/Ventas netas del BCR			4 153			2 404
ii. Variación de CDLD			0			0
iii. Variación de Repo Sustitución			1 043			0
iv. Variación de CDR			1 919			-263
v. Variación de Swap Cambiario			1 053			-290
TC promedio de compras						
TC promedio de ventas			3,1874			3,4244
TC cierre de mercado			3,2350			3,3180

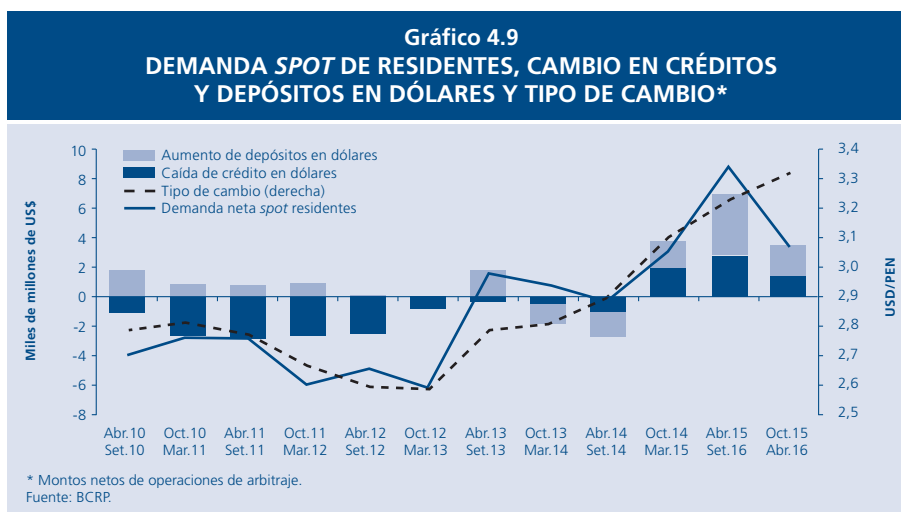
1/ Signo positivo indica oferta y signo negativo, demanda.
Fuente: BCRP.

La demanda neta en el mercado *spot* ascendió a US\$ 4 124 millones, excluyendo las operaciones de arbitraje. Los principales compradores de dólares fueron empresas comerciales (US\$ 1 747 millones), fabricantes de alimentos y bebidas (US\$ 1 222 millones), refinerías (US\$ 733 millones), empresas de telecomunicaciones (US\$ 720 millones) y AFP (US\$ 450 millones). Los principales vendedores fueron las empresas mineras (US\$ 2 461 millones).

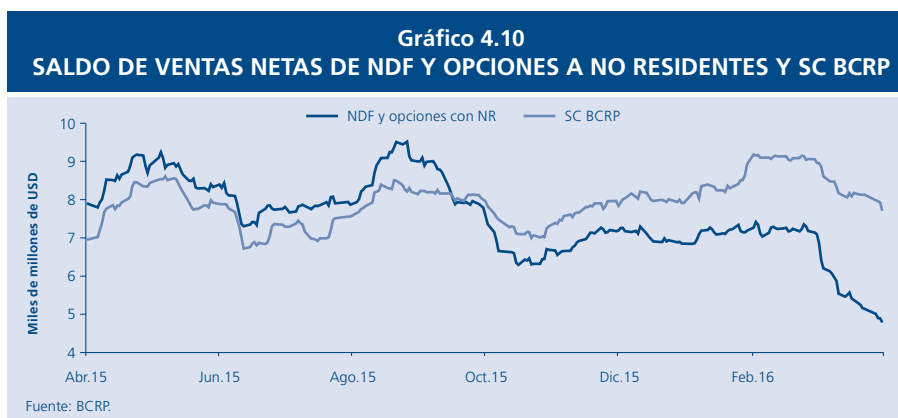
El mercado de derivados (operaciones *forward*, en menor medida, *swaps* y opciones) registró una oferta neta por US\$ 2 415 millones, excluyendo las operaciones de arbitraje. La oferta provino principalmente de no residentes (US\$ 2 783 millones).

74. **La demanda por dólares de residentes en el mercado *spot* disminuyó en el período (octubre 2015 – marzo 2016) respecto a la demanda observada en el período anterior (abril – setiembre de 2015).**

Esta conducta refleja la disminución en el crecimiento de los depósitos en moneda extranjera y una reducción en el ritmo de desdolarización de crédito, debido al menor descalce cambiario de los agentes locales, que viene ocurriendo desde aproximadamente setiembre de 2015.



75. **La oferta de inversionistas no residentes en el mercado de derivados permitió al BCRP reducir el saldo de SC BCRP.** El saldo de SC BCRP se redujo en US\$ 1 085 millones durante el mes de marzo del 2016, de los cuales US\$ 244 millones se realizaron a través de vencimientos anticipados⁷².



76. **El saldo de compras netas *forward* relacionadas a operaciones de arbitraje⁷³ tocó su nivel mínimo desde noviembre de 2013.**

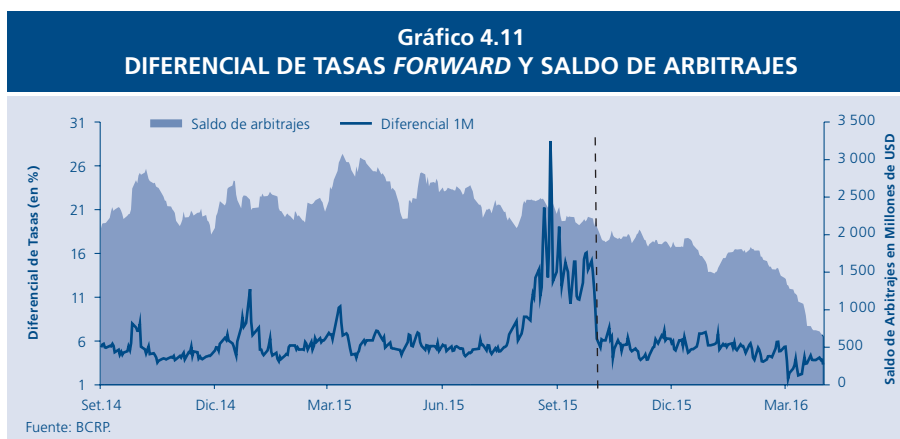
72 A finales de marzo del 2016, el BCRP anunció una facilidad de ventanilla por la cual los bancos podían solicitar al BCRP el vencimiento anticipado de operaciones vigentes de SC BCRP.

73 Para aprovechar el diferencial de tasas *forward*, los agentes locales compran dólares en el mercado *spot* para venderlos simultáneamente, a un mayor tipo de cambio, en el mercado *forward*. Así consiguen una tasa de rendimiento en moneda nacional equivalente a la suma del diferencial de tasas *forward* y la tasa de interés que se obtiene por depositar los dólares adquiridos.





La caída de los diferenciales de tasas *forward*⁷⁴ producto de la oferta de no residentes junto al aumento de las tasas de corto plazo en soles producto del aumento de la TPM llevó a una reducción de US\$ 1 457 millones en el saldo de compras netas *forward* relacionado a operaciones de arbitraje. Los bancos realizaron compras netas *forward* por US\$ 5 901 millones relacionadas a operaciones de arbitraje. Estas operaciones fueron realizadas principalmente con administradores de fondos (US\$ 2 126 millones), corporativos (US\$ 1 931 millones) y entidades públicas (US\$ 1 275 millones).



77. **El promedio diario negociado en el mercado cambiario interbancario *spot* fue de US\$ 380 millones, similar a los US\$ 383 millones negociados en el semestre previo.**
78. **El monto transado de derivados disminuyó, principalmente, por las operaciones *forward*.** Las operaciones *forward* continuaron disminuyendo debido al menor volumen de operaciones con no residentes, como consecuencia del encaje a la venta de derivados establecida por el BCRP. De igual manera, la negociación de FX Swaps se redujo debido al menor atractivo de las operaciones de arbitraje ante la reducción de los diferenciales *forward*.

Cuadro 4.3
OPERACIONES DE DERIVADOS FINANCIEROS DEL SOL DE LA BANCA ^{1/}
(Montos nominales en millones de US\$)

Instrumento	Abr.15 - Set.15					Oct.15 - Mar.16				
	Negociación		Saldo			Negociación		Saldo		
	Total	Prom. ^{2/}	Largo	Corto	Neto	Total	Prom.	Largo	Corto	Neto
Forward	56 895	459	3 732	9 524	-5 792	42 166	340	3 255	8 665	-5 410
Cross Currency Swap	732	6	2 255	2 596	-341	991	8	2 426	2 683	-257
FX Swap ^{3/}	13 807	111	76	76	-	9 359	75	66	66	-
Opciones ^{4/}	4 927	40	741	2 436	-1 695	2 790	22	449	1 218	-769
OIS ^{5/}	10	0	10	-	10	30	0	30	-	30

1/ Incluye operaciones con clientes, bancos y empresas financieras.
2/ Promedio diario.
3/ Operación que consiste de dos partes: Una venta en el mercado *spot* y su recompra en el mercado *forward*.
4/ La posición larga es la suma de las compras *call* y ventas *put* y la posición corta es la suma de las ventas *call* y las compras *put*.
5/ Montos en millones de Nuevos Soles. En una posición larga (corta), el banco paga (recibe) la tasa fija.
Fuente: Información remitida por la banca en los Reportes de Operaciones Cambiarias y Reportes de Derivados de Tasas.

74 El diferencial *forward* equivale a la diferencia entre el tipo de cambio *forward* y el tipo de cambio *spot*, expresada como una tasa de interés anualizada.

79. **El volumen de transacciones cambiarias de la banca con sus clientes, que no involucran al Sol, se incrementó en 6%.** En el mercado spot se registró un incremento de 14 por ciento, destaca el aumento en la negociación con euros. Por otro lado, la negociación en el mercado *forward* se redujo en 3 por ciento respecto al semestre anterior, debido a la caída en las transacciones con euros y francos suizos, compensada parcialmente con la mayor negociación de yenes.

Cuadro 4.4
OPERACIONES DE LA BANCA EN EL MERCADO DE DIVISAS CON EL PÚBLICO
 (Millones de US\$)

Divisas	US\$ contra divisa			
	Spot		Forward	
	Abr.15-Set.15	Oct.15-Mar.16	Abr.15-Set.15	Oct.15-Mar.16
ARS	-	-	-	-
AUD	99	81	38	26
BOB	-	-	-	-
BRL	47	4	88	45
CAD	648	637	32	18
CHF	61	54	1 507	1 346
CLP	96	75	32	44
CNY	-	-	-	-
COP	1	14	32	6
DKK	-	-	-	-
EUR	4 635	5 880	3 181	2 765
GBP	362	260	51	27
HKD	-	1	-	-
JPY	288	160	234	751
MXN	202	187	16	8
NOK	1	1	-	-
SEK	16	2	-	-
SGD	-	-	-	-
ZAR	1	-	-	-
Total	6 457	7 357	5 213	5 035

Fuente: Información remitida por la banca en los Reportes de Operaciones Cambiarias

80. **A marzo de 2016, la posición de cambio global de la banca fue de US\$ 752 millones y la posición de cambio contable fue negativa en US\$ 928 millones⁷⁵.** Estas cifras representaron un incremento de US\$ 195 millones en la posición global y una caída de US\$ 523 millones en la posición contable, comparado con setiembre de 2015.

75 La posición de cambio global es la suma de la posición de cambio contable y la posición neta en derivados. La posición de cambio contable es la diferencia entre los activos y pasivos en moneda extranjera dentro del balance. La posición neta en derivados es igual a la diferencia entre las posiciones larga y corta en derivados de moneda extranjera.





V. SISTEMAS DE PAGOS

81. El BCRP ha continuado su labor de regulación y vigilancia de los Sistemas de Pago⁷⁶ y ha promovido la innovación en los servicios de pagos minoristas.

La regulación y supervisión del BCRP ha permitido el fortalecimiento de la seguridad y la eficiencia de los Sistemas de Pagos. Adicionalmente, el BCRP ha apoyado el desarrollo de las transferencias inmediatas en la Cámara de Compensación Electrónica (CCE) y de la billetera electrónica (BIM) o Modelo Perú, administrada por la empresa Pagos Digitales Peruanos (PDP).

Asimismo, como líder de la línea de Acción de Pagos en la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF), el BCRP también ha realizado coordinaciones con entidades públicas y privadas para el desarrollo de estudios y actividades que promuevan el acceso y el uso de pagos digitales de calidad por parte de la población.

82. En los últimos 12 meses a marzo de 2016, el valor de las operaciones en los Sistemas de Pagos se redujo respecto a similar período de 2015, en un contexto de volatilidad cambiaria; sin embargo, su volumen se incrementó significativamente, reflejando una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte de la población.

En el Gráfico 5.1 se puede observar que el valor de las operaciones respecto al PBI, en comparación con el año 2014, cayó de 6,6 a 5,5 veces en 2015.

76 Los Sistemas de Pagos de importancia sistémica, según la Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores (Ley N° 29440) son: el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), administrado por el BCRP, el Sistema de Compensación y Liquidación de cheques y de otros instrumentos compensables, administrado por la Cámara de Compensación Electrónica (CCE) y el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV), administrado por CAVALI (Registro Central de Valores y Liquidaciones).



En los últimos 12 meses a marzo de 2016, el valor de las operaciones realizadas en los Sistemas de Pagos cayó en 8,3% (ver Cuadro 5.1), respecto a similar período del año anterior. Por su parte, el volumen de operaciones de los Sistemas de Pagos se incrementó en 10,9%, por el mayor uso de los medios electrónicos para realizar transferencias de fondos entre los agentes económicos.

Cuadro 5.1
SISTEMAS DE PAGOS
(Promedio Diario en los últimos 12 meses)*

	Marzo 2015		Marzo 2016		Var. %	
	Valor	Volumen	Valor	Volumen	Valor	Volumen
Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)	13 872	3 312	12 704	3 155	-8,4%	-4,7%
Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)	190	615	95	366	-50,0%	-40,4%
Cámara de Compensación Electrónica (CCE)	943	66 871	968	75 023	2,6%	12,2%
TOTAL	15 006	70 798	13 768	78 544	-8,3%	10,9%

* Valores en moneda nacional y moneda extranjera expresados en millones de soles. Volumen expresado en unidades.
Fuente: BCRP.

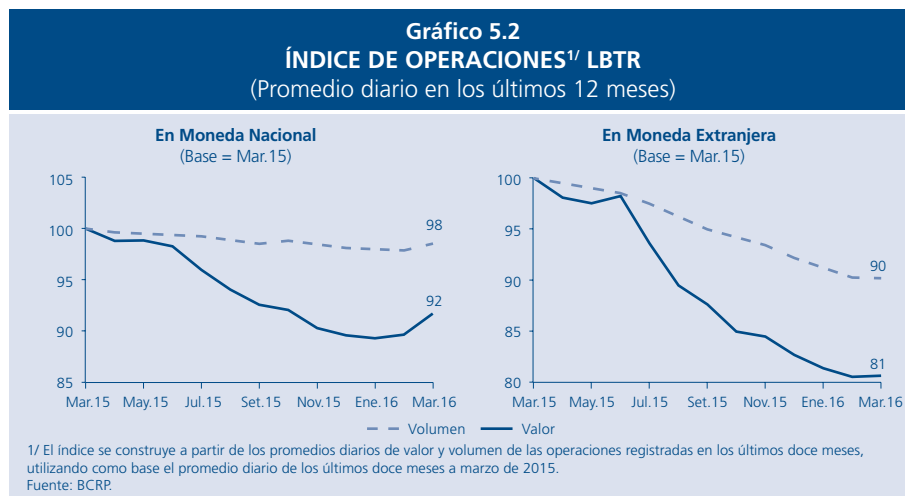
83. En el período, el Sistema LBTR⁷⁷ registró una disminución del valor y volumen de las transferencias que procesa en ambas monedas, principalmente por la reducción de operaciones cambiarias de las empresas del Sistema Financiero. Sin embargo, en el caso de las operaciones en moneda nacional, se observa una ligera recuperación de su valor en el primer trimestre de 2016.

⁷⁷ Las transferencias de fondos por el Sistema LBTR se pueden clasificar en operaciones propias, operaciones realizadas por cuenta propia por los participantes en el sistema (principalmente empresas del sistema financiero), y operaciones de clientes, operaciones ordenadas por los participantes a nombre o a favor de sus clientes.





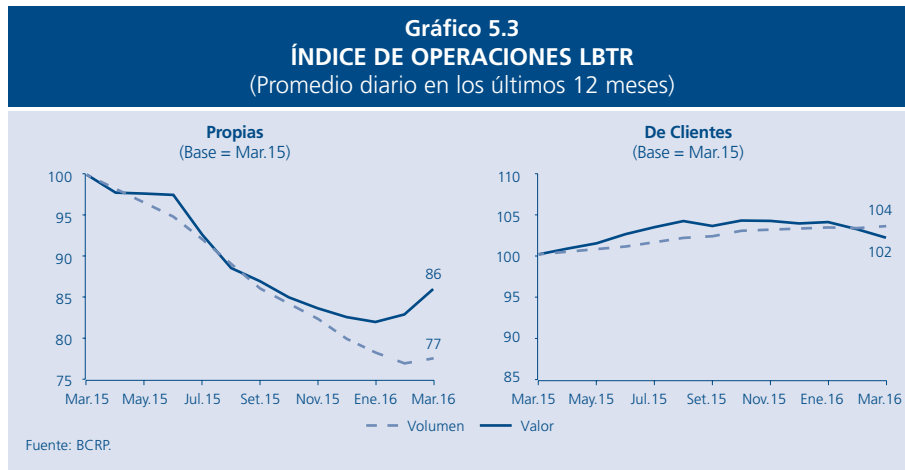
En el período bajo análisis, el valor y volumen de las operaciones en el Sistema LBTR se redujeron en 8,4% y 4,7%, respectivamente, principalmente por la disminución de las operaciones propias de las empresas del Sistema Financiero. En moneda nacional se registró una disminución de 8,3% en valor y de 1,5% en volumen (ver Gráfico 5.2); siendo mayor la reducción en moneda extranjera (19,4% y 9,9%, respectivamente). Sin embargo, se observa que en el primer trimestre del presente año se registró una ligera recuperación en el valor de las operaciones en moneda nacional.



84. **Las operaciones propias de las empresas del Sistema Financiero registraron una disminución en valor y volumen en el período bajo análisis, tendencia que se ha revertido ligeramente en el primer trimestre de 2016. En tanto, las operaciones por cuenta de clientes registraron un bajo crecimiento, observándose incluso una ligera caída en valor en el primer trimestre de 2016.**

En el período, las operaciones propias de los participantes en el Sistema LBTR disminuyeron en 14,1% en valor y 22,6% en volumen (ver Gráfico 5.3). Este comportamiento está asociado a la reducción de operaciones de compra-venta de moneda extranjera. Sin embargo, desde inicios de este año, se observa una recuperación de estas operaciones, sobre todo en términos de valor.

Las operaciones de clientes crecieron 2,2% en valor y 3,8% en volumen (ver Gráfico 5.3), reflejando la mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte del público para realizar transferencias de fondos de alto valor. En el primer trimestre de 2016 se observa una ligera caída en el valor de estas operaciones.



85. El BCRP continuó promoviendo la interconexión electrónica⁷⁸ al Sistema LBTR de empresas financieras no bancarias con la finalidad de reducir riesgos y aumentar la eficiencia del sistema.

El fomento de la interconexión electrónica tiene como objetivo que nuevos participantes accedan a más servicios en el Sistema LBTR, reduciendo al mismo tiempo sus riesgos operativos y aumentando su eficiencia, al dejar de enviar órdenes de transferencia vía carta. En los últimos seis meses, se interconectó la Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Cusco⁷⁹ vía Cliente Web LBTR.

En marzo de 2016, los participantes interconectados electrónicamente al Sistema LBTR⁸⁰ llegaron a 18 empresas bancarias⁸¹, 7 cajas municipales⁸², 2 financieras⁸³ y otras 4 empresas no financieras⁸⁴.

78 Existen dos tipos de interconexión electrónica al Sistema LBTR, la Aplicación Participante LBTR y el Cliente Web LBTR (Circular 026-2011-BCRP). La primera se basa en servicios web que permiten que las transferencias se instruyan automáticamente desde los sistemas de los participantes. La segunda forma de interconexión se realiza mediante un aplicativo al que accede el participante, para ingresar manualmente los datos de las transferencias de fondos.

79 El Fondo de Seguro de Depósito (FSD) también se interconectó vía Cliente Web LBTR. Por su parte, la Financiera Edyficar dejó de ser participante al integrarse con Mi Banco.

80 El proceso de liquidación en que ingresó la Caja Rural Señor de Luren y la unión de la Financiera Edyficar con Mibanco redujeron el número de empresas interconectadas.

81 Todas las empresas bancarias, incluyendo al Banco de la Nación.

82 Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC) Trujillo, Sullana, Piura, Tacna, Arequipa y Cusco y la Caja Metropolitana de Crédito Popular (CMCP) de Lima.

83 Crediscotia conectada por la Aplicación Participante LBTR y Financiera TFC por el Cliente Web LBTR.

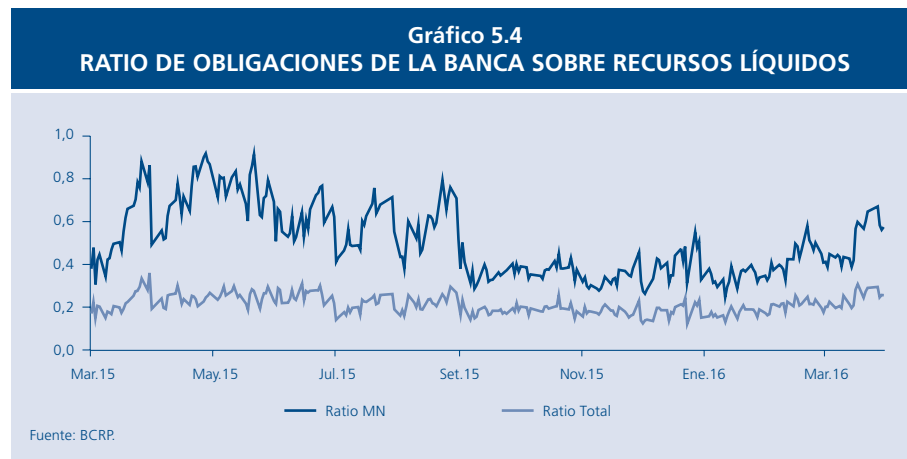
84 Ministerio de Economía y Finanzas, Fondo de Seguro de Depósitos, CAVALI y la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE).





86. **El Sistema LBTR, en el que los demás sistemas de pagos liquidan sus operaciones, mantiene un bajo nivel de su ratio total de obligaciones sobre recursos líquidos⁸⁵, reflejando que el sistema bancario tiene una amplia capacidad para hacer frente a sus obligaciones en los Sistemas de Pagos.**

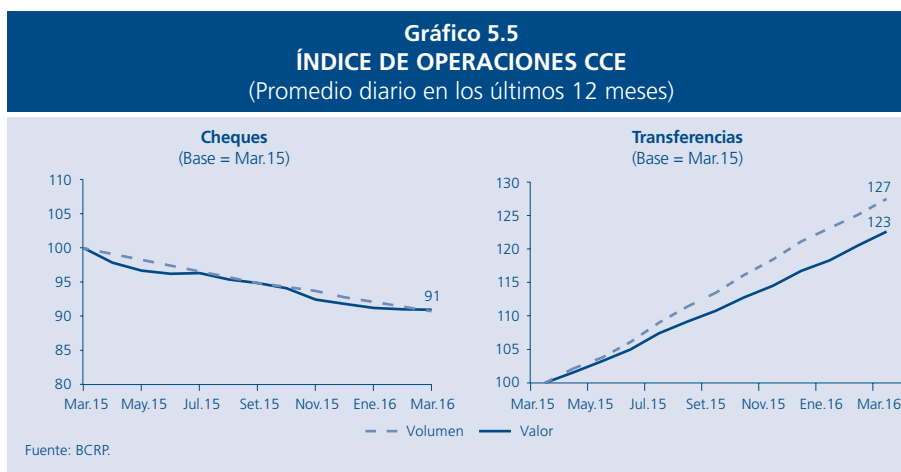
El Sistema LBTR mantiene una amplia holgura de recursos líquidos en ambas monedas con relación a las transferencias de fondos registradas en el sistema (ver Gráfico 5.4). El ratio de obligaciones en moneda nacional muestra un menor nivel desde setiembre de 2015, asociado al aumento de tenencias de Valores del BCRP (CDs) mantenidos por la banca.



87. **Las operaciones procesadas en la CCE siguieron aumentando en volumen y en valor en el periodo bajo análisis, reflejando la mayor aceptación por parte de la población de los medios electrónicos para realizar transferencias de fondos de bajo valor (pagos minoristas).**

La mayor utilización de las transferencias de crédito continúa presionando a la baja el uso de los cheques, por lo que su número de operaciones se redujo en 9,3% (ver Gráfico 5.5), por lo que la participación de los cheques en el volumen de operaciones en la CCE disminuyó de 41,6% a 33,6% en el período bajo estudio.

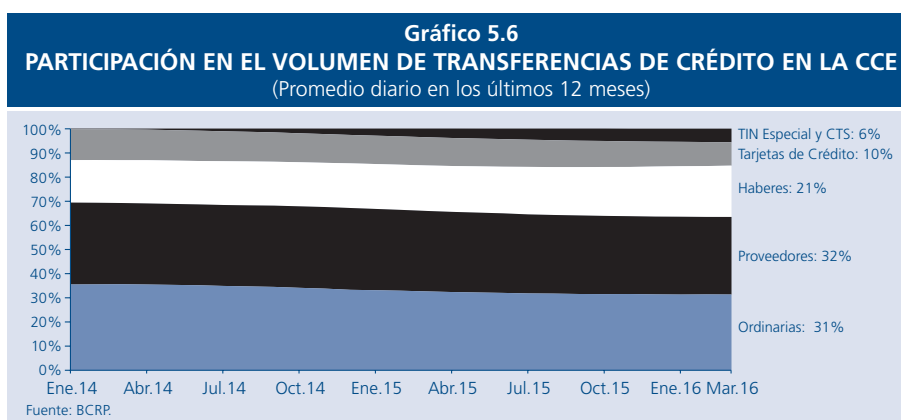
85 El ratio de obligaciones sobre recursos líquidos es un indicador de riesgo que compara las obligaciones diarias de los bancos en los Sistemas de Pagos respecto de los recursos mantenidos en el BCRP: cuenta corriente, valores y depósitos. Así, niveles del ratio por debajo de 1 indican holgura de liquidez en los Sistemas de Pagos.



El volumen de las transferencias de crédito⁸⁶ registró una tasa de crecimiento de 27,5% en el período (ver Gráfico 5.5), acorde con una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte del público para realizar transferencias de fondos de bajo monto. En términos de valor, las transferencias de crédito subieron en 22,6%.

88. Las transferencias ordinarias y transferencias para pago a proveedores continúan siendo los principales tipos de transferencia de crédito en la CCE.

A marzo de 2016, las transferencias ordinarias y transferencias para pago a proveedores representaron en conjunto el 63% del total del volumen de transferencias de crédito en la CCE (ver Gráfico 5.6).



⁸⁶ Las transferencias de crédito son un instrumento de pago compensable en la CCE, mediante el cual se transfiere, de forma diferida, fondos de una cuenta en una entidad del sistema financiero, a una cuenta en otra entidad del sistema financiero. Las transferencias de crédito pueden ser ordinarias, para el pago de haberes, pago a proveedores, pago de CTS, pago de tarjetas de crédito y por Transferencia Interbancaria Ordinaria Especial (TIN Especial).

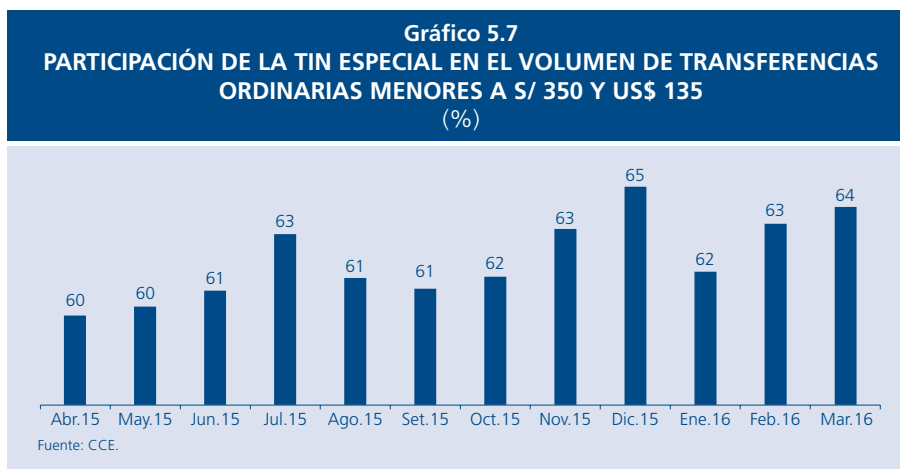




Sin embargo, las transferencias para pago de haberes tuvieron un mayor crecimiento (44,0%) que las ordinarias y para el pago de proveedores (22,6% y 23,1%, respectivamente).

89. La TIN Especial, que estuvo vigente desde noviembre de 2013 hasta marzo de 2016, registró en este período un bajo volumen de transacciones, a pesar de no tener costo.

En marzo de 2016, la TIN Especial sólo representó el 64% del volumen total de transferencias ordinarias menores a S/ 350 y US\$ 135 (ver Gráfico 5.7). Ello estaría asociado a la falta de difusión de las entidades que ofrecieron TIN Especial y a la ausencia del Banco de la Nación en esta promoción. En marzo de 2016, sólo 4 empresas del Sistema Financiero explicaron el 94,9% del volumen de operaciones: BCP (30,0%), BBVA Continental (23,6%), Interbank (24,2%) y Scotiabank (17,1%). A partir de abril de 2016, cada entidad viene tomando la decisión de mantener o retirar esta promoción⁸⁷ dependiendo de su estrategia de negocio.



90. La CCE implementó un nuevo instrumento de pago electrónico, denominado Transferencia Inmediata⁸⁸, que permitirá incrementar la eficiencia de las transferencias de fondos de bajo valor.

A la fecha, el servicio de Transferencias Inmediatas se encuentra en proceso de pruebas denominado "marcha blanca". En dicho proceso están participando cuatro Cajas Municipales: Arequipa, Piura, Sullana y Trujillo y dos bancos: BBVA Continental y BCP. En mayo se unirán a ellos Scotiabank, Crediscotia y el Banco de la Nación y

⁸⁷ De acuerdo a información proporcionada por la CCE, en abril se registró un nivel de 19% de participación de la TIN Especial en el volumen de transferencias ordinarias menores a S/ 350 y US\$ 135.

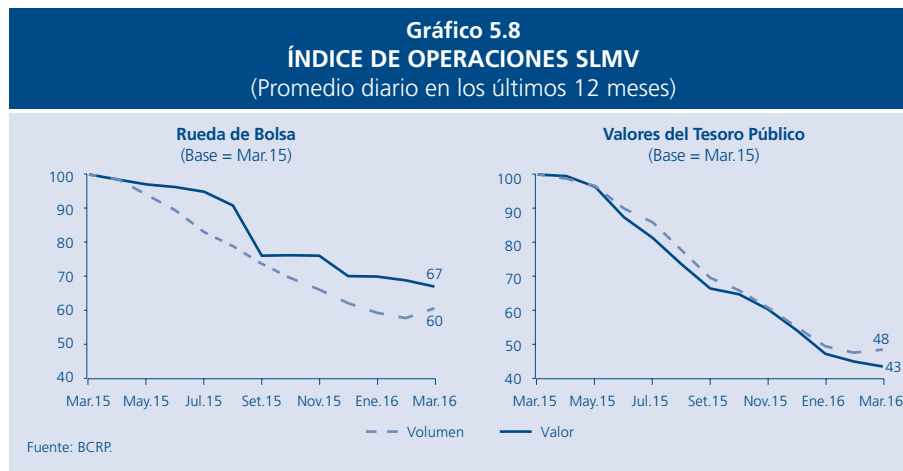
⁸⁸ Instrumento de pago compensable en la CCE, sustentado en un esquema donde se depositan recursos previamente, mediante el cual se transfiere fondos de una cuenta en una empresa del Sistema Financiero, a una cuenta en otra empresa del Sistema Financiero, lo que ocurre en tiempo casi real.

se espera que el resto de participantes que va a ofrecer este nuevo instrumento se integre en los siguientes meses⁸⁹.

En setiembre de 2015, el Banco Central reguló los procesos de compensación y liquidación de este nuevo instrumento, mediante la Circular N°35-2015-BCRP, y aprobó el nuevo Reglamento Interno de la CCE que incluye dicho instrumento. Asimismo, implementó en el Sistema LBTR un módulo especial para la liquidación de este instrumento de pago, que incluyó la creación de las cuentas de recursos específicos para cada participante, donde se acreditan al inicio del día los fondos que se utilizan para sustentar las operaciones y la liquidación de la compensación al cierre del día.

91. El SLMV registró una reducción significativa en valor y volumen de sus operaciones por el menor nivel de operaciones con valores del Tesoro y la caída en transacciones en Rueda de Bolsa.

En el período de análisis, el valor de las operaciones procesadas en el SLMV disminuyó en 50,0%, mientras que el volumen de operaciones cayó en 40,4%. La caída de las transferencias de fondos en el SLMV (ver Gráfico 5.8) está asociada a la reducción de operaciones con Bonos del Tesoro Público en el mercado secundario (56,6% en valor y de 51,7% en volumen) y a la disminución de transacciones en Rueda de Bolsa (33,2% en valor y en 39,5% en volumen).



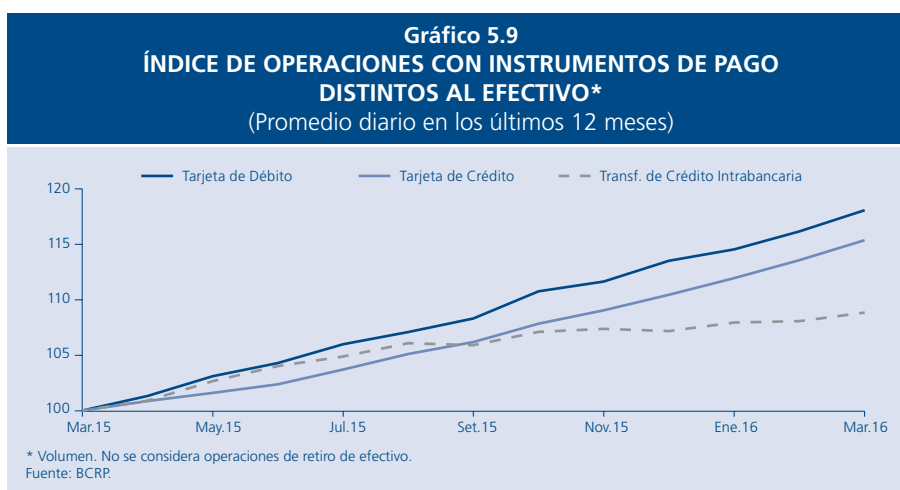
92. El uso de instrumentos electrónicos para realizar pagos minoristas, fuera de los Sistemas de Pagos, continuaron su tendencia creciente, resaltando el incremento de los pagos realizados con tarjetas de débito; sin embargo, este instrumento de pago sigue vinculado principalmente al retiro de efectivo.

89 Los bancos Azteca, BIF, Citi, Comercio, Financiero, Interbank, GNB, Ripley y Santander.





Durante el periodo, las tarjetas de débito y crédito crecieron a un mayor ritmo que las transferencias de crédito intrabancarias (Ver gráfico 5.9). Sin embargo, en términos de volumen, la transferencia de crédito intrabancaria⁹⁰ continúa siendo el más importante de los instrumentos electrónicos utilizados para realizar pagos minoristas por parte de los clientes de las empresas del sistema financiero⁹¹.



Cabe indicar que las tarjetas de débito se vienen utilizando principalmente para el retiro de efectivo, pero su uso para realizar pagos ha venido creciendo en los últimos años, lo que refleja una mayor aceptación y diversificación de los pagos electrónicos por parte de la población.

93. Desde el 16 de febrero de 2016 se encuentra en funcionamiento la billetera móvil de Dinero Electrónico (BIM) operada por la empresa Pagos Digitales Peruanos (PDP).

El dinero electrónico es un valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor, que es almacenado en un soporte electrónico y aceptado como medio de pago por entidades distintas al emisor; asimismo, es emitido por un valor igual a los fondos recibidos, convertible a dinero en efectivo y no constituye depósito.

PDP gestiona un modelo innovador de cooperación, que implica una plataforma interoperable en la que participarán 35 emisores de dinero electrónico y cuatro operadores de comunicaciones. Desde febrero de 2016, PDP viene trabajando a

90 Las transferencias de crédito intrabancarias son un instrumento de pago mediante el cual los clientes transfieren fondos de una cuenta a otra, en una misma entidad del sistema financiero.

91 El promedio diario del volumen, en los últimos 12 meses a marzo de 2016, muestra que las transferencias de crédito intrabancarias alcanzaron un nivel de 894 mil transacciones, superior a las 592 mil de tarjetas de débito y 543 mil de tarjetas de crédito.

nivel nacional con 9 emisores de dinero electrónico⁹². En la actualidad, se realizan operaciones de “poner más plata” (*cash-in*) y “sacar mi plata” (*cash-out*), recargas de celulares y “mandar plata” (transferencias entre personas). PDP lleva a cabo la compensación de las transferencias de dinero electrónico entre clientes de diferentes emisores, informando de las obligaciones resultantes a los participantes, para que las liquiden entre ellos.

De acuerdo a PDP, en abril de 2016, se registraron 103 366 usuarios afiliados y 11 388 cajeros corresponsales, entre los cuales se distribuyó S/ 479 591 en dinero electrónico.

94. **En julio de 2015 se publicó la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF) para promover el acceso y uso responsable de servicios financieros adecuados a las necesidades de todos los segmentos de la población⁹³. El BCRP está a cargo de la Línea de Pagos⁹⁴ de la ENIF, que busca promover el desarrollo de canales e instrumentos digitales de pagos.**

Para implementar las acciones de la Línea de Pagos se instaló en marzo de 2016 el Grupo Técnico Temático de Pagos (GTT) que incorpora diversos actores públicos y privados. El rol del BCRP es articular los esfuerzos de las entidades involucradas, desarrollar la regulación que promueva mayor eficiencia y seguridad en los servicios de pagos, buscar mecanismos para reducir el uso del efectivo en las transacciones y contribuir a la generación de un adecuado ecosistema para los pagos electrónicos (ver Recuadro 5).

Para fortalecer el marco legal de instrumentos y pagos minoristas, en setiembre de 2015 el BCRP emitió el Reglamento de las Cámaras de Compensación de Transferencias Inmediatas (Circular N° 035-2015-BCRP), que permite el envío y recepción de fondos de clientes de otras empresas del Sistema Financiero de manera inmediata y segura (en tiempo casi real). Asimismo, mediante la Circular sobre Disposiciones de Encaje en Moneda Nacional (Circular N° 032-2015-BCRP) se excluyó a las cuentas de dinero electrónico como obligaciones sujetas a encaje y a las Empresas Emisoras de Dinero Electrónico (EEDE) del requerimiento de encaje. Adicionalmente, el BCRP emitió el Reglamento de los Acuerdos de Pago de Dinero Electrónico (Circular N° 013-2016-BCRP) con la finalidad de establecer los principios por los cuales se deben regir estos Acuerdos de Pago, establecer las responsabilidades del Administrador y Emisores Participantes del Acuerdo y para regular el proceso de compensación y liquidación de las operaciones de dinero electrónico.

92 Banco de Crédito, BBVA Continental, Interbank, GNB, Financiero, CMAC Sullana, Financiera Credinka, Crediscotia y G-money.

93 La ENIF fue diseñada por la Comisión Multisectorial de Inclusión Financiera que tiene como miembros al BCRP, los Ministerios de Economía y Finanzas, Desarrollo e Inclusión Social, Educación, al Banco de la Nación y a la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

94 Las 7 Líneas de Acción de la ENIF son: Pagos, Ahorros, Financiamiento, Seguros, Educación Financiera, Protección al Consumidor y Poblaciones Vulnerables.





El BCRP también viene fortaleciendo la seguridad del Sistema LBTR. Al respecto, se obtuvo la Certificación en Seguridad de la Información para el proceso “Transferencias Interbancarias” y se modernizó la Plataforma Tecnológica del Sistema LBTR.

Respecto a la reducción del uso de efectivo en las transacciones, el BCRP conjuntamente con el MEF vienen coordinando el proyecto de digitalización de pagos del Gobierno. Al respecto, Better Than Cash Alliance (BTCA) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) apoyan con la realización de estudios sobre los potenciales pagos a digitalizar a nivel nacional y sub-nacional.

Adicionalmente, en el GTT de pagos se viene coordinando el apoyo a las iniciativas de parte de algunas empresas de consumo masivo para que el proceso de recaudación se base en instrumentos electrónicos, dejando de lado el pago en efectivo de parte de los comercios (ver Recuadro 6). Con ello se fortalecería la cadena de pagos digital.

Además, el BCRP continúa promoviendo los pagos electrónicos a través de la publicación de artículos como “Estrategia de Inclusión Financiera y el rol del Banco Central” (Moneda N° 163, setiembre 2015), que detalla su participación en la promoción de los pagos electrónicos y el artículo “Pagos electrónicos en el Perú: un análisis a partir del Microscopio Global” (Moneda N° 165, marzo de 2016), que da a conocer las acciones que viene realizando el BCRP para promover los pagos electrónicos en el país e identifica oportunidades de mejoras en el área de pagos a partir del análisis del Microscopio Global 2015.

Recuadro 5 EL ROL DE LOS PAGOS EN EL FOMENTO DE LA INCLUSIÓN FINANCIERA

En abril de 2016 el Banco Internacional de Pagos (BIS⁹⁵) publicó el documento "Payment Aspects for Financial Inclusion"⁹⁶, que analiza el rol de los pagos minoristas, la importancia de los servicios y sistemas de pago en la inclusión financiera, así como las barreras que han impedido a las personas acceder o utilizar los servicios financieros. El documento propone siete Principios Guía diseñados para ayudar a los países a implementar políticas relativas a los servicios de pago para fomentar la inclusión financiera.

El documento define la inclusión financiera como la posibilidad de tener acceso y usar algún servicio financiero que satisfaga las necesidades de los individuos y pequeños negocios, y señala que promover el acceso a una cuenta transaccional⁹⁷ puede servir como paso inicial para el uso de otros servicios financieros (depósitos, préstamos o seguros). Así, identifica varios factores que pueden afectar negativamente el acceso y uso de las cuentas transaccionales, por ejemplo: altas comisiones, altos costos indirectos, bajos ingresos de la población, informalidad, cultura e insuficiente educación financiera.

Principios Guía

El documento establece siete Principios Guía que deben seguir los países para mejorar las iniciativas de inclusión financiera. Los Principios Guía propuestos son:

1. **Compromiso.** Los agentes privados y públicos deben, en conjunto, coordinar y establecer lineamientos de acción explícitos, sólidos y sostenibles a través del tiempo para fomentar la inclusión financiera.
2. **Marco legal y regulatorio.** El marco legal y de regulación favorece la inclusión financiera cuando norma sobre los riesgos relevantes, sobre la protección al usuario y sobre la transparencia y divulgación de información relevante, al mismo tiempo que fomenta la innovación y competencia.
3. **Infraestructuras tecnológicas y financieras.** Las infraestructuras tecnológicas y financieras deben ser robustas, seguras y rentables para la provisión de una amplia gama de servicios financieros y se debe promover su interoperabilidad. Asimismo, deben garantizar su servicio inclusive en zonas remotas del territorio nacional y deben apoyar adecuadamente los esfuerzos de inclusión financiera.
4. **Diseño del servicio de pago y cuenta transaccional.** Las cuentas transaccionales y los servicios de pagos deben satisfacer efectivamente las necesidades de los individuos y negocios a un bajo o nulo costo. Dichos productos deben permitir funcionalidad mínimas como enviar y recibir pagos y ser fáciles de usar.
5. **Puntos de acceso disponibles.** Se debe contar con una amplia red de puntos de acceso distribuidos geográficamente de manera apropiada y variedad de canales de acceso interoperables tanto físicos (ATMs, POS, agencias) como electrónicos (banca móvil y banca por internet). Los proveedores de servicios de pagos deben garantizar la calidad, innovación y facilidad de uso de los puntos de acceso.

95 *Bank for International Settlements.*

96 Disponible en <https://www.bis.org/cpmi/publ/d144.htm>

97 Se llama "cuenta transaccional" a aquella cuenta que permite cargar y abonar pagos y almacenar valor monetario en un banco o proveedor de servicio de pago (PSP).





6. **Sensibilización y Alfabetización financiera.** Los individuos adquieren conocimientos, a través de los esfuerzos de sensibilización y de educación financiera sobre los beneficios de la adopción de las cuentas de transacciones, sobre cómo utilizar eficazmente esas cuentas para el pago y sobre cómo acceder a otros servicios financieros. Tanto el sector público como el privado deben desempeñar esfuerzos coordinados para permitir que las personas conozcan adecuadamente el uso de los servicios financieros.
7. **Flujos de pagos recurrentes y de gran volumen.** Los pagos realizados y recibidos por el gobierno (G2B, G2P, P2G, B2G) y las remesas pueden ser aprovechados para incrementar el número de cuentas transaccionales y estimular su uso frecuente.

El documento finaliza enfatizando la importancia que tiene el desarrollo de un marco de metas como base para medir el avance y logro de los objetivos de inclusión financiera en cada país. En la medida que se evalúen las acciones realizadas será más fácil identificar los pasos correctos y las dificultades que se pueden presentar en su implementación.

En conclusión, el documento es fundamental porque establece principios guía a nivel internacional que favorecen el desarrollo de un adecuado ecosistema que promueva que las personas abran cuentas transaccionales con las cuales puedan beneficiarse de los pagos electrónicos y, a partir de ello, acceder y usar otros servicios financieros.

Recuadro 6
LA ESTRATEGIA DE BACKUS PARA PROMOVER LOS PAGOS ELECTRÓNICOS

La línea de Pagos liderada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es parte de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera y tiene como objetivo el desarrollo de los servicios de pago minoristas basados en canales e instrumentos electrónicos. Para ello, es importante la creación de un ecosistema que facilite la consolidación de la cadena de pagos electrónicos. Por ejemplo, parte importante de dicha cadena son los pagos de cliente a negocio (P2B) y de negocio a negocio (B2B). Ello, para que las personas no necesiten efectivo para realizar sus compras y los comercios puedan pagar sus obligaciones con sus proveedores mediante medios electrónicos.

En la consolidación de esta cadena de pagos electrónicos, las empresas de consumo masivo juegan un rol central pues están expuestas directa o indirectamente a los problemas de manejo de efectivo (altos costos asociados al transporte de efectivo y los riesgos de fraude y robo) porque un amplio número de comercios que abastecen no están bancarizados y/o no hacen uso de medios de pago electrónicos. Asimismo, la alta dependencia al efectivo limita la capacidad de crecimiento de estos clientes al no tener acceso al sistema financiero como fuente de capital que permita la inversión en el negocio.

Un caso exitoso de una empresa de consumo masivo que decidió enfrentar este problema es Backus. A inicios de 2012, el 55% de la recaudación de cobranzas de su red de distribución se realizaba en efectivo. Para revertir esta situación, Backus impulsó un programa integral que consistió en el mapeo del 100% de sus clientes en todo el Perú, lo que ha permitido identificar las preferencias de pago de sus clientes, la cercanía a puntos de acceso del sistema financiero, registro de robos y asaltos de los camiones recolectores, hábitos de pago de su demanda, entre otros. Asimismo, dicho programa contempló una serie de incentivos como: (i) la posibilidad de adquirir microseguros- a un precio menor que el de mercado- para aquellos clientes que comiencen a utilizar el sistema financiero; (ii) trabajar con microcréditos que le permitiría a los comercios aumentar su capital de trabajo o expandir su negocio; y (iii) la posibilidad de ser evaluados para operar como agentes corresponsales.

Como resultado de dichas acciones, a febrero de 2016, alrededor del 70% de la recaudación que recibe Backus se lleva a cabo por medios distintos al efectivo. La recaudación restante se realiza en efectivo, principalmente en aquellas localidades donde opera la empresa y no existe presencia suficiente del sistema financiero, lo que todavía representa un alto costo de recaudación.

Es en este escenario que Backus, junto con otras empresas de consumo masivo, tiene previsto realizar pruebas piloto con Modelo Perú (BIM) para utilizar el dinero electrónico como medio de pago en diferentes distritos de Lima, a mediados del presente año. Sobre la base de los resultados de dicha prueba se podrá avanzar hacia la mayor digitalización de sus cobranzas y eliminar los riesgos asociados al manejo del efectivo.

El desarrollo de los pagos electrónicos requiere que se fortalezca la cadena de pagos electrónicos entre el cliente, el comercio y las empresas de consumo masivo. Estas últimas, como es el





caso de Backus y otras empresas, son conscientes de los altos costos y riesgos que representa la recaudación en efectivo, por lo que vienen realizando acciones destinadas a favorecer la recaudación electrónica, considerando entre sus planes el uso de instrumentos innovadores de pago, como es BIM.

DIAGRAMA 1. CADENA DE RECAUDACIÓN DE BACKUS

