

NOVIEMBRE 2019



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2019

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

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Noviembre 2019

ISSN 2664-2328 (Edición impresa)
ISSN 2664-2336 (En línea)

Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú N° 2019-06417

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
Área de Edición e Imprenta
Jirón Santa Rosa 441, Lima 1

Publicado en diciembre de 2019

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2019

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
PREFACIO	5
RESUMEN	7
I. SISTEMA FINANCIERO.....	9
II. MERCADO DE CAPITALS.....	46
III. SISTEMAS DE PAGOS.....	70

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1: Análisis de cosechas para créditos a las MYPE.....	16
Recuadro 2: Porcentaje de utilización de línea de tarjetas de crédito	23
Recuadro 3: Mapa de calor para el mercado financiero peruano	34
Recuadro 4: Gobierno corporativo de las empresas	56
Recuadro 5: Propuestas para promover el mercado de capitales.....	66
Recuadro 6: Supervisión de los sistemas de pagos - año 2018.....	75
Recuadro 7: Microscopio global 2019	82

Prefacio

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tiene el mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria. Esto conlleva asegurar que la moneda nacional tenga un buen funcionamiento como medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor. Este logro es posible solo si se mantiene la estabilidad financiera, esto es si las actividades de intermediación de fondos, su infraestructura y los mecanismos de pagos y transferencias se desarrollan sosteniblemente y con solidez para enfrentar choques internos y externos.

Con el fin de preservar la estabilidad monetaria y financiera, el BCRP evalúa los riesgos que afectan al sistema financiero, a los mercados de capitales y a los sistemas de pagos. Como resultado de esta revisión, el Banco Central de Reserva del Perú publica, desde el año 2007, el Reporte de Estabilidad Financiera (REF) con la finalidad de identificar los riesgos que afectan la estabilidad financiera y 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 setiembre de 2019. El siguiente número se difundirá en mayo de 2020 con cifras a marzo de ese mismo año.



Resumen

- i.** El sistema financiero peruano continúa mostrando buenos indicadores financieros, en un contexto de crecimiento sostenido de los créditos.
- ii.** El crecimiento de las colocaciones se dio principalmente en los créditos de consumo, gracias a la incorporación de nuevos sujetos de crédito y a la disminución de las tasas de interés activas.
- iii.** El ratio de morosidad se mantuvo relativamente estable en los últimos doce meses. Se observa una favorable desaceleración de la cartera morosa de las empresas, por una recuperación más eficiente de créditos por parte del sistema financiero.

En los hogares, el ratio de morosidad se redujo ligeramente en los últimos meses porque el crédito de consumo creció más que la cartera morosa. Sin embargo, se observa una aceleración del gasto de provisiones de la cartera de tarjetas de crédito en lo que va del año. Por ello, las entidades tomaron medidas correctivas, lo cual atenuó el crecimiento de la deuda promedio en el segmento de consumo. No obstante, es necesario seguir monitoreando el crecimiento de la deuda de los hogares, a fin de prevenir un potencial sobreendeudamiento en algunos sectores de la población.

- iv.** Las tasas de interés de los créditos corporativos continuaron disminuyendo respecto a sus niveles alcanzados a inicios de 2019, debido a la desaceleración de la demanda de créditos en este sector y al aumento de los depósitos (principalmente a la vista y de ahorros).
- v.** La rentabilidad del sistema financiero aumentó en los últimos doce meses, por el crecimiento de los créditos, en un contexto de un mejor control de los gastos operativos y de disminución de los gastos financieros. Esto último es resultado de la mayor participación de los depósitos de ahorro y vista en la estructura de los pasivos.
- vi.** Una simulación de un escenario macroeconómico adverso, caracterizado por una contracción de la actividad económica doméstica y una mayor aversión al riesgo de los inversionistas internacionales, muestra como resultado que el sistema financiero registraría un deterioro de sus indicadores financieros, aunque sin poner en riesgo su solvencia.
- vii.** El mercado de capitales doméstico se ha visto favorecido por el incremento del precio de los bonos soberanos, dada la mayor demanda de estos instrumentos por





parte de los inversionistas no residentes, en un contexto de condiciones financieras internacionales flexibles, aunque con algunos episodios de volatilidad asociadas a las tensiones comerciales y riesgos de desaceleración de la economía global.

Es necesario que las autoridades y el sector privado continúen con las acciones que permitan ampliar el grado de profundización y liquidez del mercado de capitales, a fin de atenuar los impactos de los eventos externos.

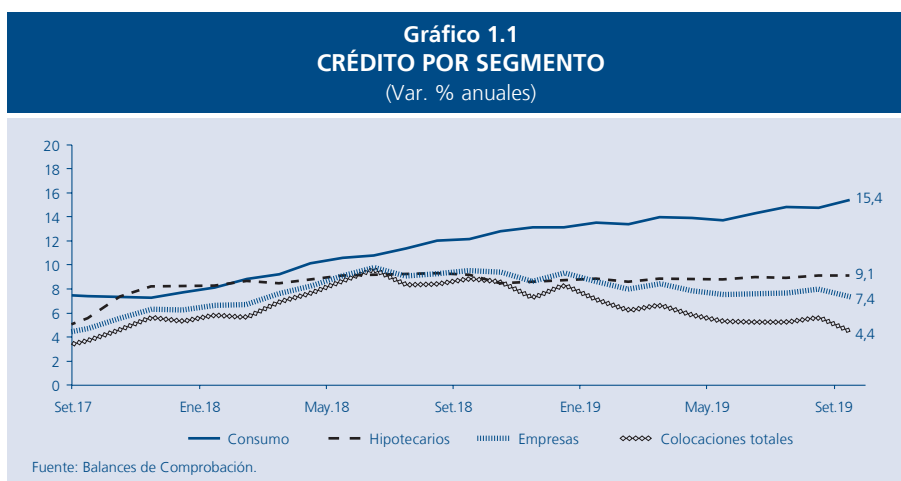
- viii.** La revalorización de los bonos soberanos ha generado una reducción en las tasas de interés de referencia para el sector privado, lo cual ha impulsado el interés de las empresas por financiarse a través del mercado de bonos. Las empresas han aprovechado la mejora en las condiciones de financiamiento para recomponer sus pasivos, lo cual ha incidido en la desaceleración de los créditos corporativos.
- ix.** La cartera administrada por los fondos privados de pensiones obtuvo retornos positivos en lo que va del año, revirtiendo las pérdidas generadas en 2018. Este mayor rendimiento de los fondos de pensiones se explicó principalmente por la revalorización de los activos de renta fija ante las menores tasas de interés internacional y local.
- x.** Con respecto a los sistemas de pagos, las transferencias digitales de fondos mantienen su tendencia creciente, tanto las transferencias en los Sistemas de Pagos Sistémicos como los pagos minoristas digitales, especialmente las transferencias intrabancarias.

I. SISTEMA FINANCIERO

Colocaciones y Morosidad

1. **Las colocaciones del sistema financiero continuaron creciendo en los últimos doce meses, impulsadas por la aceleración de los créditos de consumo.** Esta expansión ha permitido la incorporación de nuevos sujetos de créditos al sistema financiero. Sin embargo, es necesario seguir monitoreando dichos créditos, debido a que un rápido incremento de la deuda promedio de los hogares podría elevar la carga financiera de los mismos y derivar en un potencial sobreendeudamiento en algunos sectores de la población.

El resto de segmentos de crédito registró una evolución distinta: una desaceleración de los créditos a las empresas y un crecimiento estable de los créditos hipotecarios. Este menor crédito a las empresas está en línea con el menor ritmo de crecimiento de la demanda interna y por la sustitución de financiamiento con bonos corporativos.



El crecimiento de los créditos del sistema financiero se ha dado principalmente en moneda nacional, por lo que siguió reduciéndose el ratio de dolarización en la mayoría de los tipos de crédito, especialmente en los créditos hipotecarios y en los créditos de consumo destinados a la adquisición de vehículos (de 12,8% a 12,1%). Los créditos de consumo en general, junto con los créditos a las micro y





pequeñas empresas (MYPE), presentan los más bajos ratios de dolarización en el sistema financiero.

Cuadro 1.1
COLOCACIONES BRUTAS TOTALES DEL SISTEMA FINANCIERO^{1/}

	Número de deudores ^{2/}		Saldo ^{1/} (mill. S/)		Var. %		Dolarización (%)	
	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19	Set.18/ Set.17	Set.19/ Set.18	Set.18	Set.19
	Total	7 316 735	7 359 486	298 993	320 984	9,6	7,4	28,4
A Empresas:	2 659 621	2 873 638	193 330	201 925	8,9	4,4	38,5	38,0
Corporativos	932	811	68 593	70 335	15,5	2,5	46,8	44,2
Grandes	3 079	3 115	42 196	46 196	8,0	9,5	55,2	57,7
Medianas	33 834	36 290	44 772	44 825	3,0	0,1	40,2	40,0
MYPE	2 624 035	2 835 869	37 770	40 569	6,1	7,4	2,9	2,5
A Hogares:	5 130 851	5 401 528	105 663	119 058	10,8	12,7	10,2	8,8
Consumo	5 042 547	5 309 962	59 553	68 733	12,2	15,4	5,0	4,9
Hipotecario	254 596	267 265	46 110	50 325	9,2	9,1	17,0	14,3

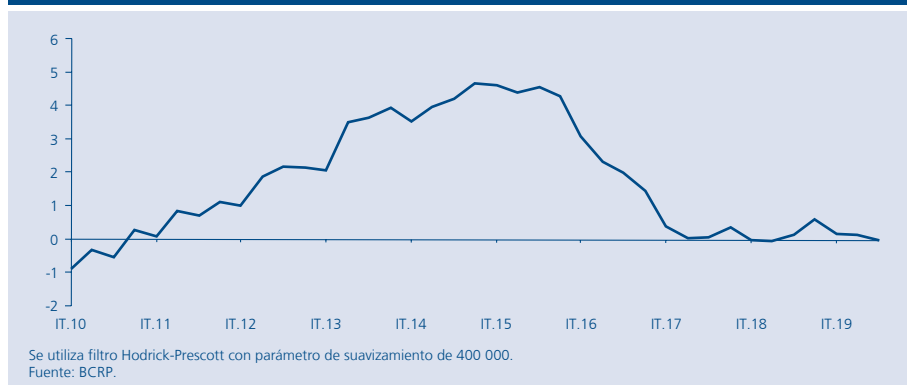
1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de Setiembre de 2019 (S/ 3,383 por US\$ 1).

2/ Se contabiliza una sola vez a los deudores que pueden tener dos o más tipos de crédito.

Fuente: Balances de Comprobación.

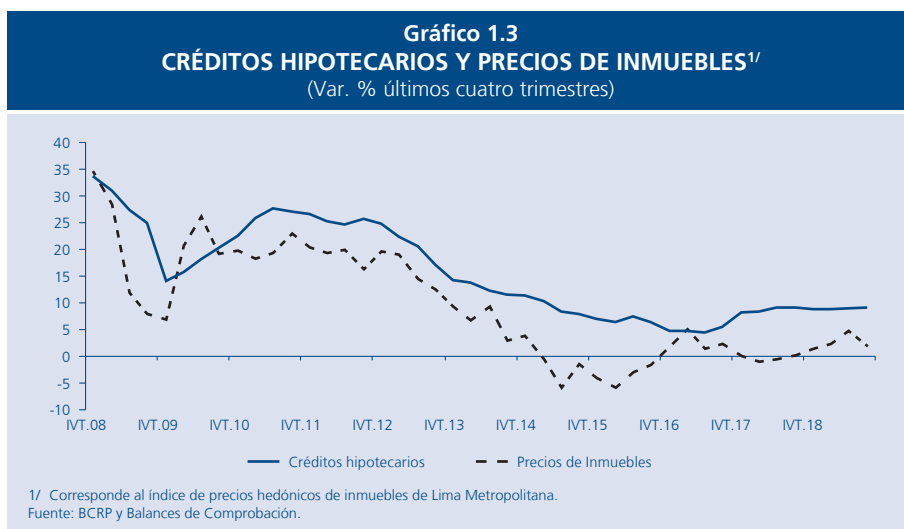
2. **El crecimiento de los créditos es consistente con los niveles de crecimiento del producto, lo que se refleja en el indicador de ciclo crediticio (comparación del ratio de crédito sobre PBI y su nivel de tendencia) cercano a cero.** Con ello, se descarta la existencia de un *boom* crediticio.

Gráfico 1.2
SISTEMA FINANCIERO: BRECHA DEL RATIO CRÉDITO/PBI CON RESPECTO A SU TENDENCIA
(%)



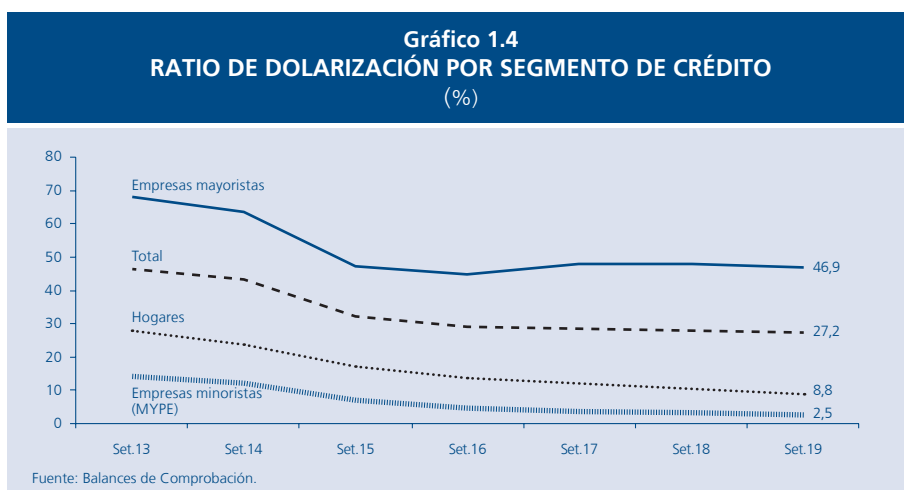
De igual forma, los precios de las viviendas registran un comportamiento estable en los últimos años, conforme al crecimiento de los créditos hipotecarios. Además, el ratio de precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER, por sus siglas en inglés), indicador de alerta temprana de sobrevaloración de los inmuebles, se

redujo de 17,5% a 17,3%, entre los años 2017 y 2019. Esto indica condiciones de normalidad en este mercado.



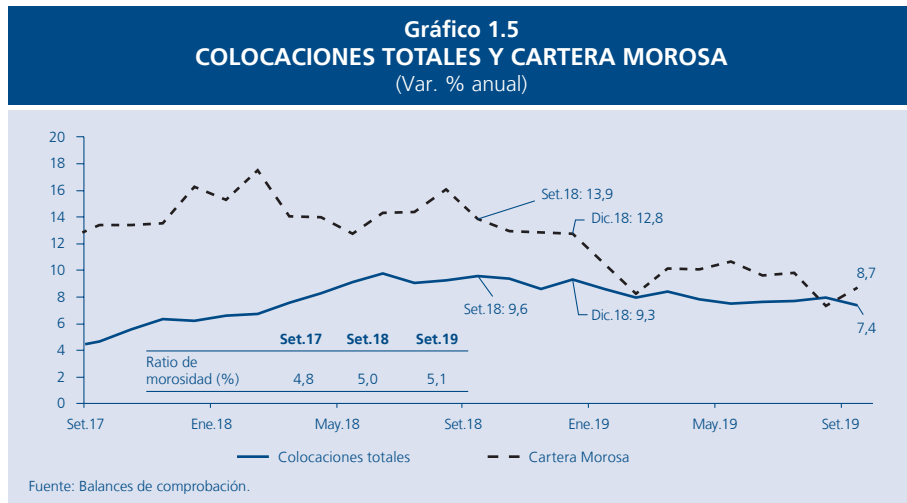
3. La evolución descendente de la dolarización de los créditos ha permitido seguir reduciendo la vulnerabilidad de nuestra economía a la volatilidad del tipo de cambio y al consiguiente riesgo cambiario.

Esto ha sido posible gracias a la estabilidad monetaria alcanzada en las últimas décadas y a la implementación de medidas macroprudenciales orientadas a desincentivar el crédito en dólares, especialmente en los sectores con menor capacidad de gestionar el riesgo cambiario, como son los hogares y las empresas de menor tamaño.





4. El crecimiento de las colocaciones totales ha venido acompañado con una favorable desaceleración de la cartera morosa¹ del sistema financiero.



La desaceleración de la cartera morosa está asociada a los pagos que vienen realizando algunas empresas de mayor tamaño (corporativas y grandes), pertenecientes a los sectores construcción y manufactura que cuentan con créditos refinanciados de los bancos de mayor tamaño. A ello se añade una recuperación más eficiente de los créditos vencidos de las medianas empresas, como resultado de las políticas crediticias más conservadoras aplicadas por las entidades financieras. Lo anterior ha compensado el leve deterioro de los créditos de consumo observado durante 2019.

A pesar de esta desaceleración, el crecimiento de la cartera morosa (8,7% anual) fue mayor que el crecimiento de las colocaciones totales (7,4% anual), razón por la cual el ratio de morosidad de los créditos se elevó ligeramente de 5% a 5,1% en los últimos doce meses.

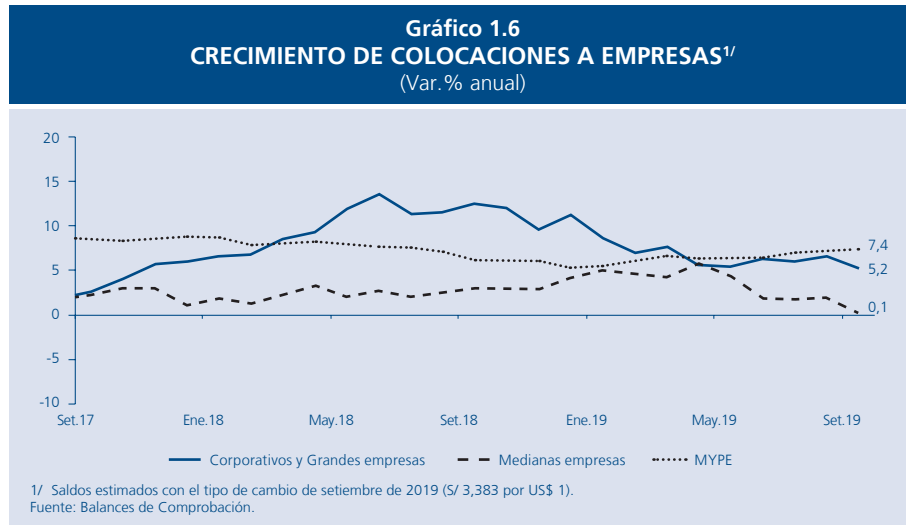
Empresas

5. El menor crecimiento de los créditos corporativos y a las grandes empresas se explicaría por la menor demanda de crédito asociada a la desaceleración de la actividad económica y a la sustitución con otras fuentes de financiamiento.

La actividad económica de los sectores primarios tuvo un desempeño negativo en lo que va del 2019, por eventos adversos externos (tensiones comerciales entre Estados Unidos de América y China) e internos, tales como la menor captura de anchoveta, la menor extracción de minerales (oro, hierro, zinc y plata, por menores leyes mineras y paralizaciones temporales) y la menor producción manufacturera asociada a la pesca y minería. No obstante, el resultado de los sectores primarios se compensó en parte por la actividad de los sectores no primarios.

¹ La cartera morosa incluye la cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada.

La desaceleración de los créditos también se explicaría por la preferencia de algunas empresas de mayor tamaño por financiarse con bancos del exterior o a través del mercado de capitales, dadas las menores tasas de interés internacionales.



Los créditos a las medianas empresas muestran una rápida desaceleración en lo que va del año, por la menor actividad de la economía en general y por las medidas más conservadoras implementadas por las entidades financieras para una recuperación más eficiente de la cartera y una mejor selección de los deudores. Estas medidas han atenuado el crecimiento de la morosidad y han incidido favorablemente en una reducción de la deuda promedio, dada la incorporación de nuevas empresas de menor tamaño al segmento de crédito.

Cuadro 1.2
DEUDA PROMEDIO DE LAS EMPRESAS

	Número de deudores		Saldo ^{1/} (mill. S/)		Deuda promedio (miles S/)		Ratio de morosidad (%)	
	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19
Empresas^{2/}	2 659 621	2 873 638	193 330	201 925	73	70	5,3	5,4
Corporativo y grande ^{3/}	3 918	3 852	110 788	116 531	28 277	30 252	1,4	1,5
Medianas	33 834	36 290	44 772	46 196	1 323	1 235	11,1	12,1
MYPE	2 624 035	2 835 869	37 770	40 569	14,4	14,3	9,8	9,4

^{1/} Saldos estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2019 (S/ 3,383 por US\$ 1).
^{2/} Contabiliza una sola vez a aquellos deudores que posean más de un tipo de crédito.
^{3/} Incluye préstamos a bancos multilaterales de desarrollo, entidades del sector público, empresas del sistema financiero, intermediarios de valores y empresas corporativas privadas.
Fuente: Balances de Comprobación.

Los créditos a las **MYPE** muestran un crecimiento estable en los últimos doce meses, lo que ha permitido continuar con el proceso de bancarización, efectuado principalmente por las entidades no bancarias. Esto se reflejó en el crecimiento del





número de las MYPE que son deudoras del sistema financiero (8,1% en los últimos doce meses), y que registraron una deuda promedio estable en el mismo periodo. Esta bancarización se ha dado en un ambiente de mayor competencia entre las entidades financieras, lo cual ha incidido en una disminución de las tasas de interés activas en soles en los últimos doce meses (de 19,1% a 18,6% en las pequeñas empresas y de 33,2% a 32,1% en las microempresas).

En los créditos a las MYPE, además, se observa una mejora en la calidad de los créditos que se refleja en la disminución del ratio de morosidad. Ello se deriva como consecuencia de las medidas implementadas por las entidades financieras orientadas a mejorar sus criterios de selección de clientes y a fortalecer sus áreas de administración del riesgo de crédito. La consolidación de estas medidas incidirá en la fortaleza de las entidades que atienden al segmento de las MYPE en particular y del sistema financiero en general.

6. **El crédito a las empresas en moneda extranjera continuó desacelerándose en los últimos doce meses, por la mayor preferencia de las empresas por el financiamiento en moneda nacional.** Esta sustitución se dio con créditos bancarios en algunos casos y con emisiones internacionales en otros, dada una mejora en las condiciones financieras del exterior. Esto último, sin embargo, estaría incentivando a un grupo de empresas del sector transable a financiarse con bancos del exterior.

Cuadro 1.3 CRÉDITOS EN MONEDA EXTRANJERA A LAS EMPRESAS								
	Saldo (mill. US\$)		Var. % (crédito en US\$)		Ratio de morosidad (%)		Ratio de dolarización (%)	
	Set.18	Set.19	Set.18/ Set.17	Set.19/ Set.18	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19
Empresas:	22 328	22 673	9,3	1,5	3,8	3,8	38,5	38,0
Corporativo y Grande	16 589	17 069	13,6	2,9	1,4	1,6	50,0	49,6
Medianas	5 404	5 301	-1,3	-1,9	10,0	9,8	40,2	40,0
MYPE	335	303	-6,0	-9,6	22,5	23,5	2,9	2,5

Fuentes: Balances de Comprobación.

Los créditos en moneda extranjera crecieron 1,5% en los últimos doce meses y se dirigieron a las empresas que operan en los sectores de minería, de manufactura ligada al comercio exterior y de servicios públicos (principalmente electricidad y telecomunicaciones). Las empresas de estos sectores presentan una baja exposición al riesgo cambiario crediticio, pues sus ingresos están denominados en dólares o vinculados al tipo de cambio. En el resto de sectores, las empresas de mayor tamaño usan instrumentos financieros de cobertura que les permiten atenuar el riesgo cambiario.

Los créditos a las medianas empresas y a las MYPE en moneda extranjera se contrajeron en los últimos doce meses, siguiendo con el proceso de desdolarización observado en los últimos cinco años. En las MYPE, además, el crédito en dólares

no es relevante, dado que el 0,4% de las MYPE recibe financiamiento en moneda extranjera (por un total de US\$ 303 millones).

- 7. El aumento del ratio de morosidad fue el resultado del proceso de sinceramiento de los malos créditos concedidos a un grupo de medianas empresas en años anteriores.** Este grupo de empresas se concentra en los sectores construcción, inmobiliario y manufactura.

El menor dinamismo en la ejecución de obras por parte de un grupo de empresas constructoras conllevó al incumplimiento de pagos de créditos otorgados en años anteriores. Asimismo, la desaceleración de las ventas de proyectos inmobiliarios entre los años 2015 y 2017 afectó la capacidad de pago de algunas empresas de este sector y de otras empresas proveedoras de insumos de construcción. Sin embargo, se debe indicar que este efecto viene disipándose dado la recuperación del sector inmobiliario desde mediados de 2018, impulsado por proyectos de nuevos edificios de vivienda y oficinas, así como hoteles y centros educativos.

Cuadro 1.4
RATIO DE MOROSIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO^{1/}
(%)

	Sistema Financiero			Banca			Entidades no bancarias ^{2/}		
	Set.17	Set.18	Set.19	Set.17	Set.18	Set.19	Set.17	Set.18	Set.19
Empresas:	5,0	5,3	5,4	4,5	4,7	4,8	8,6	9,7	9,8
Corporativo y Grandes	0,9	1,4	1,5	0,9	1,4	1,5	1,8	2,2	1,9
Medianas	10,3	11,1	12,1	10,3	10,9	11,8	10,2	13,8	15,8
MYPE	9,5	9,8	9,4	10,4	10,4	9,7	8,6	9,2	9,1

1/ Corresponde a la cartera morosa como porcentaje de las colocaciones brutas. La cartera morosa incluye la cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada.

2/ Incluye financieras, cajas municipales y cajas rurales.

Fuente: Balances de Comprobación.

En el rubro de manufactura, un grupo de empresas registró incumplimientos de pago y optó por refinanciar sus créditos por la menor demanda de bienes de capital observado en el segundo semestre de 2018, como resultado del menor avance en la ejecución de proyectos de construcción y de inversión pública y privada. Por ello, las entidades financieras tomaron medidas correctivas en su política crediticia, ajustando los parámetros de su modelo de selección de deudores para reducir su exposición a segmentos de alto riesgo crediticio.

En el segmento de las MYPE, la disminución de la morosidad refleja los procesos de revisión de políticas crediticias efectuadas por las entidades que atienden este segmento, entre ellas los bancos y las entidades no bancarias (financieras, cajas municipales y cajas rurales). Sin embargo, estos procesos muestran resultados distintos entre entidades financieras, tal como se aprecia en el análisis de cosechas efectuado por grupo de entidades. Los resultados indican que algunas entidades han logrado mejorar su situación financiera, como resultado de los cambios en sus políticas crediticias, mientras que otras están realizando esfuerzos para lograr tal objetivo.



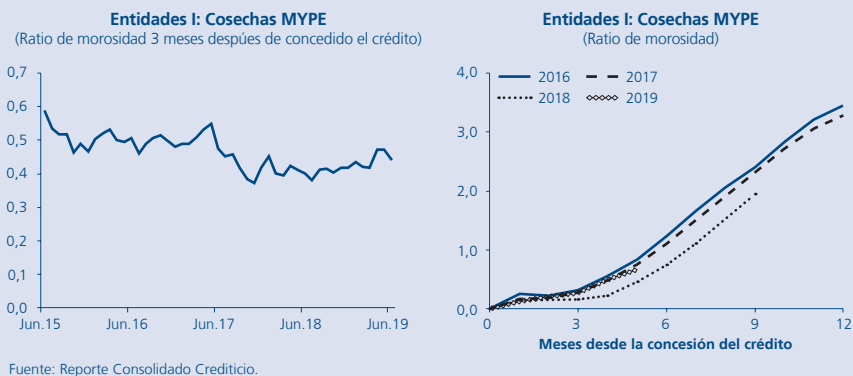


Recuadro 1 ANÁLISIS DE COSECHAS PARA CRÉDITOS A LAS MYPE

La metodología de Análisis de Cosechas (*vintage analysis*) es utilizada por las entidades financieras para evaluar los resultados de sus políticas crediticias. Esta metodología se refiere al seguimiento en el tiempo del desempeño de los créditos otorgados a un conjunto de individuos en un periodo específico, cuantificando los créditos morosos.

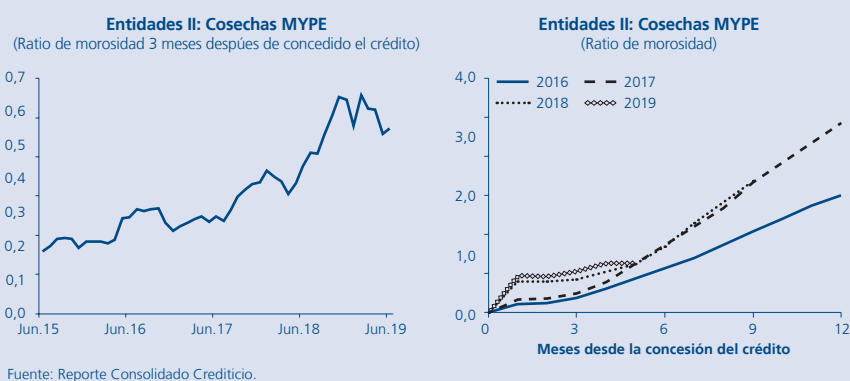
El análisis de cosechas se llevó a cabo para la cartera de las MYPE de las entidades no bancarias, clasificándolas en dos grupos: Entidades I, que presentan una situación financiera favorable, y Entidades II, que muestran una situación frágil. En el primer grupo se encuentran cajas municipales y financieras de mayor tamaño y que actualmente registran bajos niveles de morosidad y altos niveles de rentabilidad. En cambio, en el segundo grupo se encuentran las cajas municipales y rurales que actualmente registran altos niveles de morosidad y bajos indicadores de rentabilidad. Para efectos de este análisis, se tomaron créditos originados (cosechas) entre junio de 2015 y junio de 2019, cuyos indicadores de morosidad son analizados en los siguientes 3 meses desde la concesión del crédito.

En el siguiente gráfico de la izquierda se observa que las cosechas de los créditos a las MYPE para las Entidades I registran una menor morosidad desde mediados del año 2017. Esto refleja el resultado de los continuos esfuerzos de dichas entidades por mantener un crecimiento de cartera con niveles de morosidad bajos y por recuperar la cartera vencida de los deudores afectados por el Fenómeno El Niño del año 2017 (FEN17). Estos esfuerzos involucraron ajustes en la política crediticia, tales como la imposición de mayores exigencias en los modelos de selección de deudores y el fortalecimiento de las áreas de riesgos y de seguimiento y cobranza de créditos. Además, el FEN no afectó de forma importante a estas entidades, dado que concentran sus operaciones en zonas geográficas no afectadas.



Las Entidades I cuentan con áreas de riesgos más completas, por lo que utilizan mejores herramientas y métodos para segmentar a sus clientes. Esto permite otorgar créditos a las MYPE de mejor perfil crediticio y aumentar la eficiencia en la captación de potenciales clientes. Además, algunas entidades han basado su crecimiento en tipos de crédito masivos y de bajo monto, que les permiten ampliar su base de clientes rápidamente y diversificar el riesgo de impago.

Por su parte, las Entidades II presentan cosechas que han registrado una mayor morosidad al tercer mes luego de la concesión del crédito. Esta morosidad viene incrementándose desde 2015. Esto se explicaría por los deficientes modelos de concesión de créditos y evaluación del riesgo crediticio con los que estas entidades operaron en años anteriores. Como consecuencia, durante esos años, el crédito de estas entidades aumentó aceleradamente sin un adecuado control del riesgo crediticio. Estos problemas se agravaron por efectos del FEN17, dado la alta exposición sectorial y geográfica de estas entidades a dicho fenómeno.



Desde el año 2018, las Entidades II vienen reevaluando sus políticas crediticias para controlar el crecimiento de la morosidad y reforzando sus áreas de negocios y de recuperación de créditos mediante la contratación de personal más capacitado. Las principales medidas implementadas son la reducción a la exposición a MYPE de alto riesgo (por ejemplo, las MYPE con deudas en varias entidades financieras y las que hayan incrementado su endeudamiento muy rápido en los meses previos) y la reducción del tamaño del crédito para lograr una mayor diversificación del riesgo crediticio y una mayor rentabilidad por operación. Asimismo, algunas entidades reorganizaron sus áreas de riesgo implementando nuevas y mejores herramientas, tales como el análisis de cosechas y la estimación de modelos de calificación de clientes.

Estos cambios han venido acompañados con procesos de redimensionamiento de las Entidades II, lo cual se refleja en la contracción de sus créditos y depósitos, a fin de mejorar la gestión del riesgo de sus operaciones. Como resultado, las Entidades II han logrado reducir el ratio de morosidad de sus nuevas cosechas durante 2019, pero en niveles relativamente altos, lo cual explica por qué dichas entidades actualmente registran altos ratios de morosidad y bajos indicadores de rentabilidad. Es por ello que estas entidades deben continuar mejorando sus políticas crediticias a fin de resguardar la calidad de su cartera en particular y su posición financiera en general.

Tasas de interés corporativas

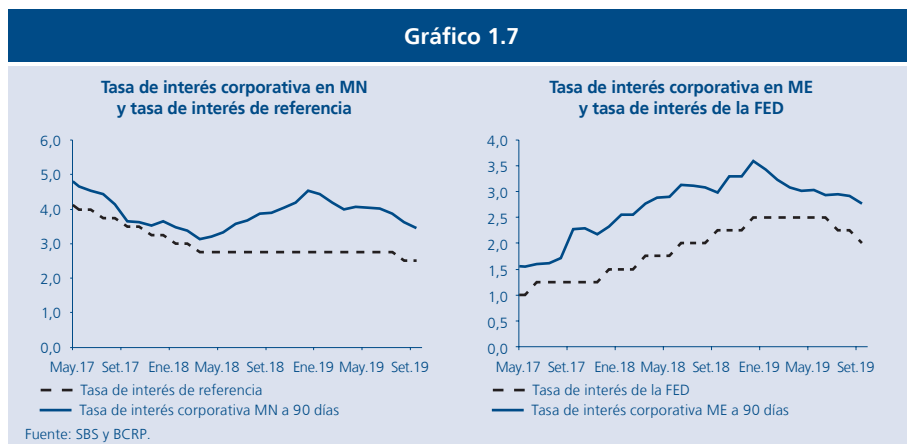
- Las tasas de interés corporativas, en moneda nacional y extranjera, continuaron reduciéndose, en línea con sus niveles de referencia, dada la posición más holgada de liquidez del sistema financiero.**





En el último trimestre de 2018, las tasas de interés corporativas en moneda nacional habían aumentado por la confluencia de diversos factores, como la recuperación de la demanda de créditos y la mayor demanda por depósitos a plazo de algunos bancos. Esto último se evidenció en una competencia más intensa por atraer recursos de los inversionistas institucionales (por ejemplo, en las subastas de depósitos de las entidades del sector público), lo que originó un aumento en las tasas de interés de los depósitos a plazo.

En lo que va de 2019, en cambio, las tasas de interés comenzaron a reducirse, debido a la desaceleración de la demanda por créditos de las empresas de mayor tamaño y al incremento de los niveles de liquidez del sistema financiero. Como resultado, se redujo también el *spread* que la tasa de interés preferencial corporativa en moneda nacional mantenía con la tasa de interés de referencia del BCRP. Esto sería consecuencia, en parte, de un mayor nivel de competencia entre las entidades por atraer nuevos clientes del segmento corporativo.



Por otro lado, la tasa de interés corporativa en moneda extranjera registró un comportamiento similar al de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED). Esta entidad redujo su tasa de interés de política por las señales de desaceleración económica doméstica y mundial.

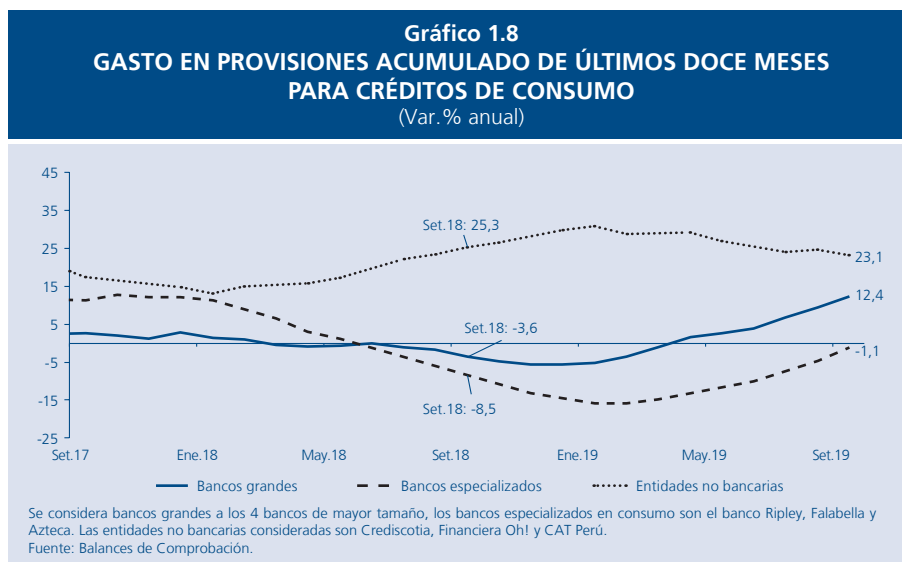
Hogares

9. **En los últimos doce meses, los créditos a los hogares del sistema financiero registraron un crecimiento acelerado, lo que permitió continuar con el proceso de bancarización de más sectores de la población.** El mayor dinamismo se registró, principalmente, en los créditos de consumo, lo cual vino acompañado de menores niveles de tasas de interés de dichos créditos (la tasa de interés promedio en moneda nacional se redujo de 41,1% a 39,6% en los últimos doce meses). Por su parte, los créditos hipotecarios continuaron con su crecimiento estable, aunque su ratio de morosidad aumentó ligeramente.

Cuadro 1.5 DEUDA Y MOROSIDAD DE LOS HOGARES EN EL SISTEMA FINANCIERO								
	Número de deudores (miles)		Saldo ^{1/} (mill. S/)		Var. %		Ratio de morosidad (%)	
	Set. 18	Set. 19	Set. 18	Set. 19	Set. 18/ Set. 17	Set. 19/ Set. 18	Set. 18	Set. 19
Total Hogares	5 131	5 402	105 663	119 058	10,8	12,7	4,5	4,5
Consumo	5 043	5 310	59 553	68 733	12,2	15,4	5,0	4,9
Tarjetas	3 032	3 198	21 571	25 207	9,3	16,9	5,2	5,1
Préstamos ^{2/}	3 244	3 436	37 982	43 527	13,8	14,6	4,9	4,8
- Vehicular	127	135	3 106	3 504	3,9	12,8	5,3	4,4
Hipotecarios	255	267	46 110	50 325	9,2	9,1	3,9	4,0

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de Setiembre de 2019 (S/ 3,383 por US\$ 1).
2/ Corresponde a los créditos no revolventes que se otorgan en la modalidad de cuotas.
Fuente: Balances de Comprobación.

10. En los créditos de consumo, sin embargo, se observa una mayor tasa de crecimiento del gasto de provisiones durante 2019 en la cartera de los bancos grandes, luego que dicha tasa se mantuviera estable en los dos años previos.



La tasa de crecimiento anual del gasto en provisiones ha registrado una evolución distinta por tipo de entidad. En los bancos grandes, el gasto en provisiones comenzó a acelerarse en 2019, por los atrasos observados en los créditos concedidos en el último trimestre de 2018. Ante este relativo deterioro, los bancos grandes aplicaron medidas correctivas en sus políticas crediticias, modificando sus criterios de selección de clientes para reducir su exposición de segmentos de mercado de mayor riesgo crediticio.





En cambio, en los bancos especializados en créditos de consumo, el gasto en provisiones continúa contrayéndose como resultado de la consolidación de los procesos de limpieza de cartera y de mejoras de las políticas crediticias implementadas en los dos años previos.

En las entidades no bancarias que operan con tarjetas de crédito (concentran el 12% del total del saldo de tarjetas de créditos), el gasto en provisiones continúa creciendo a tasas altas. Estas entidades registran mayores ratios de morosidad debido a que atienden segmentos de mercado compuestos por clientes de mayor riesgo crediticio.

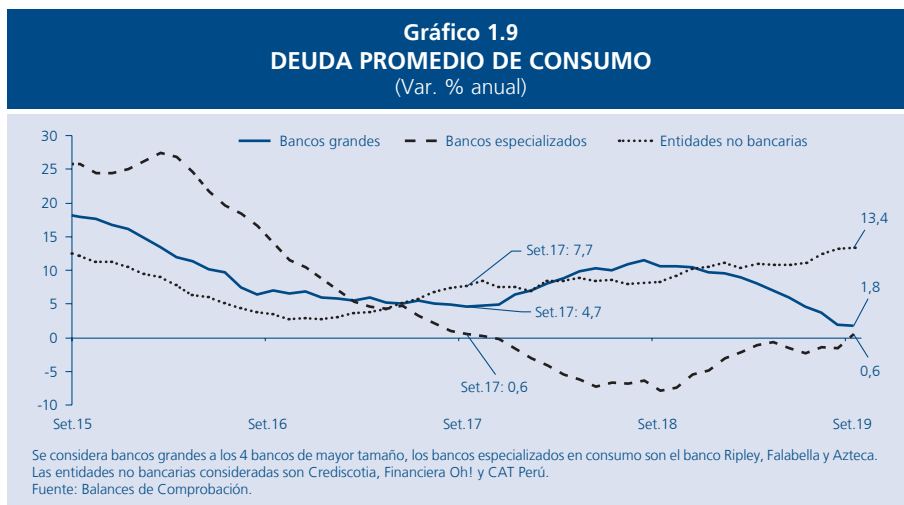
Cabe indicar que el ratio de morosidad de los créditos de consumo del sistema financiero se redujo en los últimos doce meses (de 5% a 4,9%), porque los créditos de consumo crecieron más que la cartera morosa. Además, el crecimiento de la cartera morosa fue atenuado por los castigos de cartera que suelen efectuar las entidades para mejorar la presentación de sus ratios de morosidad. En los últimos doce meses, los castigos de cartera efectuados ascendieron a S/ 4 mil millones, 11,6% más que los efectuados en el mismo periodo del año previo², aunque como porcentaje de los créditos de consumo, el flujo anual de castigos se redujo de 6,4% a 5,9%. Este comportamiento de la cartera morosa de los créditos de consumo se ha dado, principalmente, en la cartera de tarjetas de crédito de los bancos grandes.

11. Tras los ajustes implementados para contener el crecimiento del gasto en provisiones, se observa una desaceleración de la deuda promedio en la cartera de consumo.

Durante 2018, la expansión de los créditos vino acompañada con un crecimiento acelerado de la deuda promedio, el cual se dio en un contexto de mejores niveles de empleo y de salarios y de una evolución favorable de la demanda interna. En lo que va de 2019, en cambio, se observa una desaceleración de la deuda promedio, dadas las medidas más prudentes de las entidades en la selección de sus clientes. En un contexto de menor crecimiento de actividad económica y del mercado laboral, la desaceleración de la deuda promedio reduce la vulnerabilidad del sistema financiero ante potenciales choques que podrían afectar la capacidad de pago de los hogares.

La deuda promedio continúa contrayéndose en los bancos especializados en créditos de consumo, como resultado de los ajustes en sus políticas crediticias, por los cuales disminuyeron los límites máximos de desembolsos para los clientes de mayor riesgo crediticio.

² Entre setiembre de 2017 y de 2018, el flujo anual de castigos creció en 4,5%.



Sin embargo, la deuda promedio de las entidades no bancarias continúa creciendo. Eso se debe a que algunas entidades han implementado nuevos criterios de búsqueda y selección de clientes que han permitido atender nuevos sectores de la población con ingresos medios, aprovechando las sinergias que obtienen con determinados comercios, tiendas por departamento, supermercados, cadenas de tiendas de electrodomésticos, entre otros. Este crecimiento de la deuda promedio no ha significado un cambio en la evolución del gasto de provisiones ni del ratio de morosidad de dichas entidades. Adicionalmente, el análisis de cosechas efectuado para este grupo de entidades muestra que los créditos concedidos en 2019 presentan mejores indicadores de morosidad que los créditos concedidos en periodos anteriores.

12. El aumento del gasto de provisiones en lo que va del año provino de la cartera de tarjetas de crédito, particularmente de los deudores que cuentan con mayores líneas de crédito.

Las tarjetas de crédito con líneas de crédito altas (superiores a S/ 60 mil) registraron el más alto crecimiento en los últimos doce meses (22,4% anual), lo cual vino acompañado con un aumento del ratio de morosidad (de 2,6% a 2,9%). Este deterioro de cartera generó una aceleración del gasto en provisiones de los bancos grandes, por lo que estos bancos vienen ajustando sus criterios de selección de clientes desde inicios del presente año. Este comportamiento ha incidido en una desaceleración de la deuda promedio de los clientes.

En cambio, las tarjetas de crédito con rangos de líneas medias (entre S/ 8 mil a S/ 20 mil) registraron una disminución de su morosidad, mientras que las tarjetas de líneas bajas presentaron una morosidad relativamente estable. Esto sería el resultado de una mejor gestión del riesgo de crédito, la cual ha permitido a





las entidades financieras concentrarse en segmentos de la población de menor riesgo.

Cuadro 1.6 SISTEMA FINANCIERO: CARACTERÍSTICAS DEL SALDO DE TARJETAS DE CRÉDITO POR RANGO DE LÍNEA DE CRÉDITO ^{1/}								
Rango de línea de crédito	Saldo (mill. S/)			Var. Anual (%)		Ratio de morosidad (%)		
	Set.17	Set.18	Set.19	Set.18/ Set.17	Set.19/ Set.18	Set.17	Set.18	Set.19
Menor a S/ 3 mil	1 737	1 722	1 795	-0,8	4,2	25,4	23,1	23,6
Entre S/ 3 mil y S/ 8 mil	2 751	2 783	3 047	1,2	9,5	6,0	5,6	5,7
Entre S/ 8 mil y S/ 20 mil	4 515	4 581	5 509	1,5	20,3	6,1	4,6	4,3
Entre S/ 20 mil y S/ 60 mil	6 899	7 209	8 397	4,5	16,5	4,6	3,1	3,2
Mayor a S/ 60 mil	3 830	5 277	6 460	37,8	22,4	3,1	2,6	2,9
Total	19 731	21 571	25 207	9,3	16,9	6,7	5,2	5,1

1/ Los rangos de línea de crédito se elaboraron utilizando las líneas totales a nivel de entidad financiera. Si un cliente cuenta con más de una tarjeta de crédito en entidades financieras diferentes, los saldos de esas tarjetas de crédito son considerados por separado. Saldos estimados con el tipo de cambio de Setiembre de 2019 (S/ 3,383 por US\$ 1).
Fuente: Registro Consolidado Crediticio y Balances de Comprobación.

Las deudas de menores montos, que registran niveles de morosidad relativamente más altos, han registrado menores tasas de crecimiento en los últimos doce meses (4,2% anual), como resultado de las medidas correctivas implementadas por las entidades bancarias y no bancarias que concentran sus operaciones en estos segmentos. Entre estos ajustes destacan los criterios más rigurosos para la selección de deudores, el recorte de la línea de crédito a los segmentos con mayor riesgo crediticio y el fortalecimiento de las áreas de riesgos y cobranzas para una recuperación más eficiente de los créditos.

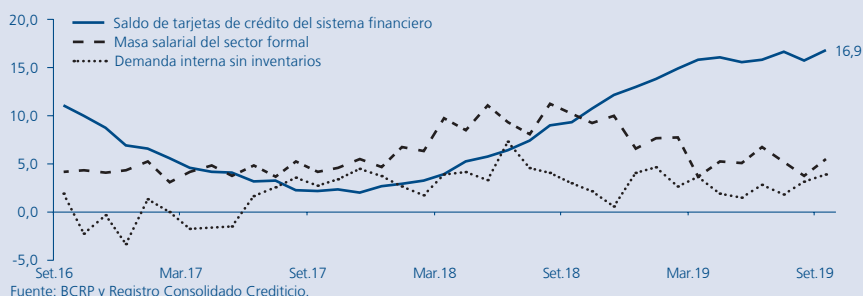
De lo anterior, resulta relevante un monitoreo permanente de la cartera de tarjetas de crédito en particular y de los créditos de consumo en general. El crecimiento y la calidad de dichos créditos son muy sensibles al ciclo económico, por lo que la morosidad puede incrementarse rápidamente ante una eventual desaceleración de la economía o del mercado de trabajo. Estos problemas suelen agravar la calidad de los créditos del sistema financiero cuando los hogares enfrentan condiciones de sobreendeudamiento, lo cual está asociado a un alto porcentaje de utilización de la línea de las tarjetas de crédito. Para evaluar este comportamiento, se ha procedido a calcular el porcentaje de utilización de las tarjetas de crédito. Los resultados indican que a pesar del alto crecimiento de las colocaciones a través de tarjetas de crédito, el porcentaje de utilización promedio se mantiene en sus niveles promedio de los últimos años.

Recuadro 2
PORCENTAJE DE UTILIZACIÓN DE LÍNEA DE TARJETAS DE CRÉDITO

Un rápido crecimiento de las colocaciones de tarjetas de crédito podría crear posibles problemas de sobreendeudamiento si este dinamismo no es acompañado del crecimiento de los ingresos o si las condiciones de la actividad económica y del mercado de empleo se tornan negativas de forma no esperada. Es por ello que es necesario un permanente análisis de diversos indicadores de sobreendeudamiento.

Por ejemplo, el acelerado crecimiento de las colocaciones por tarjetas de crédito del año 2018 se vio acompañado de mejores condiciones laborales, así como un mayor dinamismo de la demanda interna. Luego que estos patrones se revirtieran parcialmente en el presente año, junto con un deterioro de las expectativas del consumidor, el saldo de tarjetas de crédito viene registrando una saludable desaceleración a partir del segundo trimestre de 2019. Por otro lado, el menor crecimiento de este segmento de crédito también estaría reflejando los ajustes aplicados por algunos bancos grandes para controlar el crecimiento de su cartera morosa.

TARJETAS DE CRÉDITO E INDICADORES DE INGRESOS Y DEMANDA INTERNA
(Var. % anual)



A pesar de la corrección mostrada en los últimos meses, es relevante analizar el comportamiento de la utilización de la línea de las tarjetas de crédito por parte de los hogares, pues podrían estar recurriendo a financiar su consumo dado el deterioro de los indicadores de actividad e ingresos.

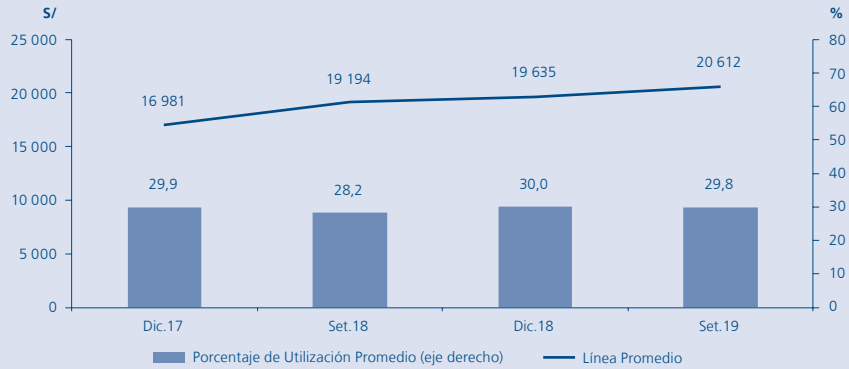
Cabe indicar que el crecimiento de los préstamos a través de tarjetas de crédito ha venido acompañado con un aumento de la línea autorizada por parte del sistema financiero a los tarjetahabientes. Esta, en promedio, creció 15,6% en 2018, alcanzando un nivel de S/ 19, 6 mil. Sin embargo, a setiembre de 2019, esta línea promedio registra un menor crecimiento anual (7,9% anual).

A pesar del crecimiento del saldo de tarjetas de crédito y de la línea promedio utilizada, el porcentaje de utilización promedio no se ha incrementado al mismo ritmo. Los clientes del sistema financiero continúan usando, en promedio, cerca del 30% de sus líneas de crédito. Esto muestra, por un lado, que el crecimiento del mercado de tarjetas de crédito se explica por la incorporación de nuevos deudores (entre setiembre de 2017 y 2018, el número de deudores con tarjetas se incrementó en 200 mil), y, por otro lado, que este mayor dinamismo no ha generado un potencial sobreendeudamiento en el conjunto de los créditos de consumo.





SISTEMA FINANCIERO: LÍNEA PROMEDIO^{1/} POR TARJETA DE CRÉDITOS DE CONSUMO (S/) Y UTILIZACIÓN PROMEDIO^{2/} (%)

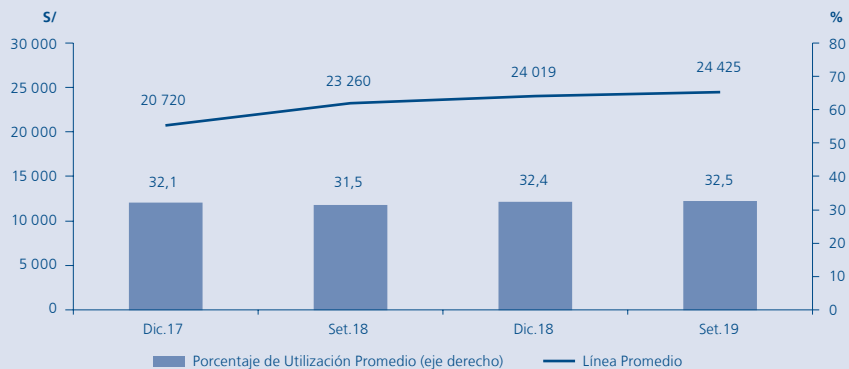


1/ Se calcula como la suma de las líneas de crédito entre el total de deudores.
2/ Se calcula como el saldo de las tarjetas de crédito entre la suma de las líneas.
Fuente: Reporte Crediticio Consolidado.

Esas tendencias se han presentado en la mayoría de entidades que atiende el mercado de tarjetas de crédito. Sin embargo, debido a que este mercado de tarjetas de crédito es altamente segmentado, se presentan cierto comportamiento diferenciado por tipo de entidad.

Los bancos grandes suelen otorgar tarjetas de créditos a personas de ingresos altos ligados al sector formal. Estos clientes tienen una línea promedio más alta y también un porcentaje de utilización promedio mayor que el promedio del mercado. En cambio, los bancos y entidades no bancarias especializados en créditos de consumo (se incluyen a las entidades no bancarias que participan en el mercado de tarjetas de crédito) suelen atender a personas de menores ingresos y, en muchos casos, ligadas al sector informal. Estas personas tienen, como consecuencia, líneas promedio menores, así como una menor utilización media de sus tarjetas.

BANCOS GRANDES: LÍNEA PROMEDIO^{1/} POR TARJETA DE CRÉDITOS DE CONSUMO (S/) Y UTILIZACIÓN PROMEDIO^{2/} (%)



1/ Se calcula como la suma de las líneas de crédito entre el total de deudores.
2/ Se calcula como el saldo de las tarjetas de crédito entre la suma de las líneas.
Fuente: Reporte Crediticio Consolidado.

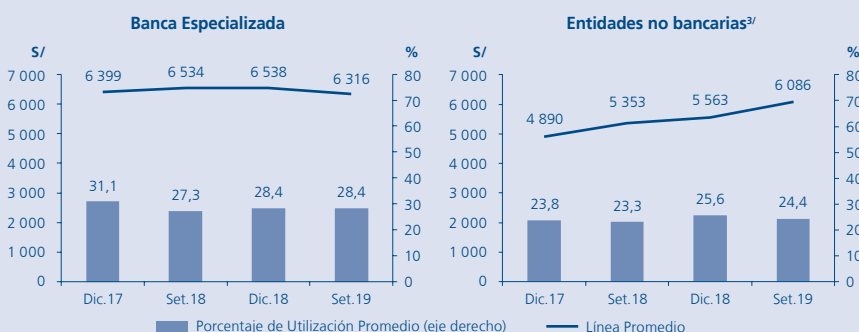
Las entidades bancarias de mayor tamaño han liderado el crecimiento en el mercado de tarjetas de crédito. Durante 2018, sus colocaciones aumentaron aceleradamente (2,3% en 2017 y 18,9% en 2018). Sin embargo, las colocaciones de estas entidades registran cierta desaceleración en lo que va de 2019, como consecuencia de las medidas de ajustes implementadas para contener la aceleración de la cartera morosa observada desde fines de 2018.

Las líneas de crédito promedio aumentaron también aceleradamente durante el año 2018 (15,9% anual). A setiembre de 2019, esta línea promedio utilizada redujo su crecimiento a 5% anual. De igual forma, el porcentaje de línea de crédito utilizada aumentó durante 2018, observándose el habitual incremento estacional en el último trimestre por efectos del mayor consumo asociado a las fiestas de fin de año. En lo que va del año, la utilización promedio registró un ligero aumento (de 32,4% en diciembre a 32,5% en setiembre).

La línea promedio otorgada por los bancos especializados en créditos de consumo es alrededor del 25% de los bancos grandes (S/ 6 196 frente a S/ 24 497). Durante 2018, la línea promedio aumentó ligeramente (2,2%). Este bajo crecimiento sería el reflejo de las medidas aplicadas por estas entidades para reducir el avance de su morosidad, entre las que destaca la aplicación de criterios de originación más conservadores. Las medidas permitieron atender a clientes de un mejor perfil crediticio, lo cual estaría asociado a la reducción de la utilización promedio de 31,1% a 28,4% entre fines de 2017 y 2018. En lo que va del año, la línea promedio otorgada viene reduciéndose, mientras que el porcentaje de utilización promedio se mantiene en niveles similares a los registrados en diciembre de 2018.

Por su lado, las tarjetas de crédito emitidas por las entidades no bancarias especializadas en créditos de consumo presentan una línea promedio ligeramente menor que la banca especializada. Esta línea ha aumentado en los últimos doce meses debido al crecimiento registrado en algunas entidades que se encuentran ingresando a segmentos de población de mayores ingresos y de menor riesgo crediticio, gracias a las sinergias que obtienen por sus convenios con supermercados, tiendas por departamentos y otras cadenas de comercio. La utilización promedio de las tarjetas viene reduciéndose en las entidades no bancarias en lo que va del año.

LÍNEA PROMEDIO^{1/} POR TARJETA DE CRÉDITOS DE CONSUMO (S/) Y UTILIZACIÓN PROMEDIO^{2/} (%)
(Promedio mensual a 12 meses)



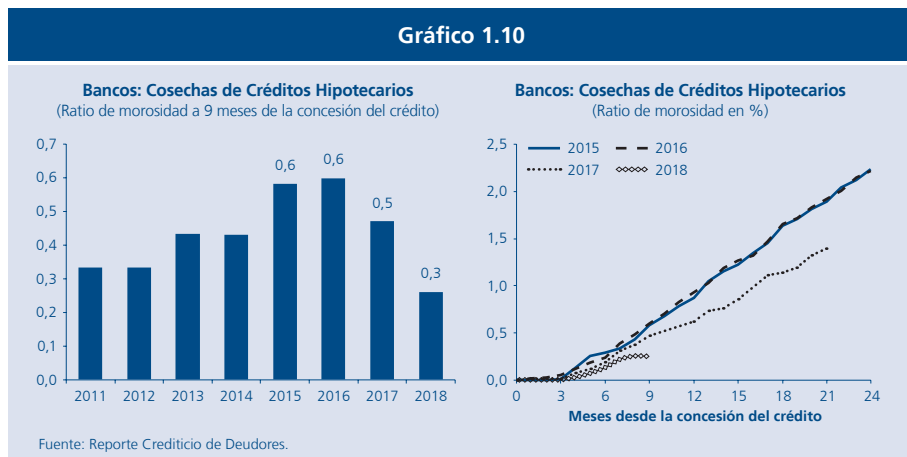
1/ Se calcula como la suma de las líneas de crédito entre el total de deudores.
 2/ Se calcula como el saldo de las tarjetas de crédito entre la suma de las líneas.
 3/ Las entidades no bancarias consideradas son Crediscotia, Financiera Oh! y CAT Perú.
 Fuente: Reporte Crediticio Consolidado.





De acuerdo al análisis anterior, el crecimiento de los préstamos otorgados por tarjetas de crédito de las entidades que atienden mayoritariamente este mercado no estaría generando potenciales problemas de sobreendeudamiento. Ello debido a que la evolución de las líneas promedio no se ha visto acompañado, con un aumento significativo del porcentaje de utilización de la línea. Sin embargo, es posible que ciertos segmentos de la población estén financiando su consumo con tarjetas de crédito más frecuentemente, dado el deterioro de los indicadores de salarios y empleo registrado en los últimos meses. Por esto, es necesario continuar con el monitoreo de este factor de riesgo para poder identificar a los hogares que podrían ser más vulnerables.

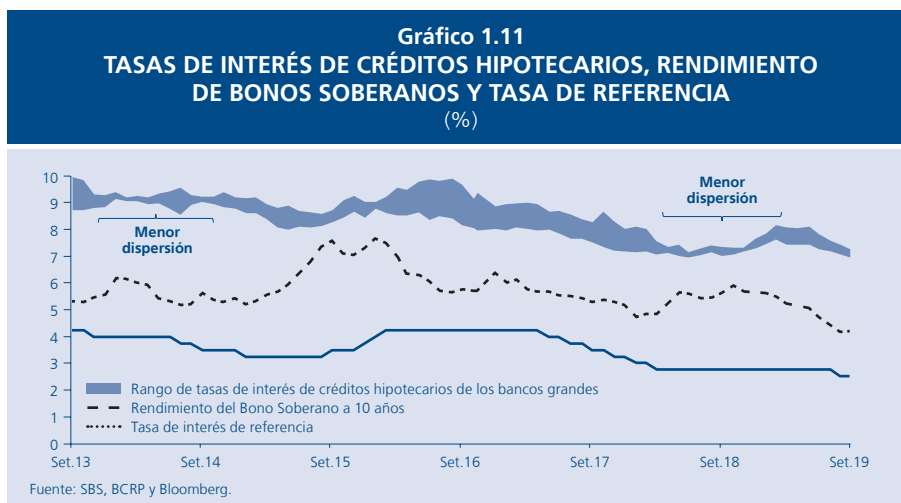
- 13. Los créditos hipotecarios concedidos en los últimos doce meses vienen registrando mejores indicadores de calidad de cartera.** Esto sería el resultado de las medidas tomadas por las entidades bancarias para lograr una mejor selección de los deudores. Entre 2015 y 2016, los créditos concedidos registraron mayores ratios de morosidad, debido a las políticas más flexibles aplicadas por las entidades, que permitieron el ingreso de clientes más riesgosos en sus carteras. No obstante, los nuevos créditos hipotecarios otorgados durante 2018 estarían presentando una menor morosidad.



Un factor que favorece la calidad de la cartera es el sostenido proceso de desdolarización. En los últimos doce meses, el ratio de dolarización de estos créditos siguió reduciéndose (de 17,4% a 14,3%), gracias a las medidas implementadas por el Banco Central para la desdolarización del crédito. La disminución de la dolarización es favorable, pues reduce la exposición de los hogares al riesgo cambiario, lo cual favorece la calidad de cartera del sistema financiero.

- 14. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios vienen disminuyendo desde el segundo trimestre de 2019, lo cual impulsa la demanda por hipotecas.**

Esto se debe al menor costo de financiamiento, asociado a la disminución de los rendimientos de los bonos soberanos y a las expectativas de disminución de la tasa de interés de referencia del BCRP.



La tendencia decreciente de las tasas de interés ha reactivado las operaciones de compra de deuda por parte de las entidades bancarias de mayor tamaño, principalmente. Los bancos suelen ofrecer este tipo de operaciones a tasas de interés menores que las pactadas en los créditos originales. Las menores tasas de interés son producto tanto del menor costo de financiamiento como del menor gasto de provisiones esperado. Esto último se debe a que los bancos suelen ofrecer operaciones de compra de deuda a deudores de mejor perfil crediticio. Es por ello que cuando este mercado se reactiva, las tasas de interés de los créditos hipotecarios de las entidades bancarias tienden a converger, pues se dirigen a deudores relativamente similares.

Cabe indicar que el incremento de las tasas hipotecarias observado entre el último trimestre de 2018 y los primeros meses de este año se debió a que personas de menores ingresos pudieron acceder a créditos hipotecarios a través de programas realizados por el gobierno como, por ejemplo, los otorgados por el Fondo Mivivienda. Si bien estos permiten el acceso a personas de ingresos bajos, las tasas de interés cobradas son mayores, debido al mayor riesgo de crédito de ese sector de la población.

Fuentes de financiamiento y liquidez

- 15. La posición de liquidez de la banca se mantuvo en niveles holgados debido al mayor crecimiento de los depósitos registrado en los últimos doce meses.**





Cuadro 1.7
SISTEMA FINANCIERO: PRINCIPALES FUENTES DE FINANCIAMIENTO
(Mill. S/)

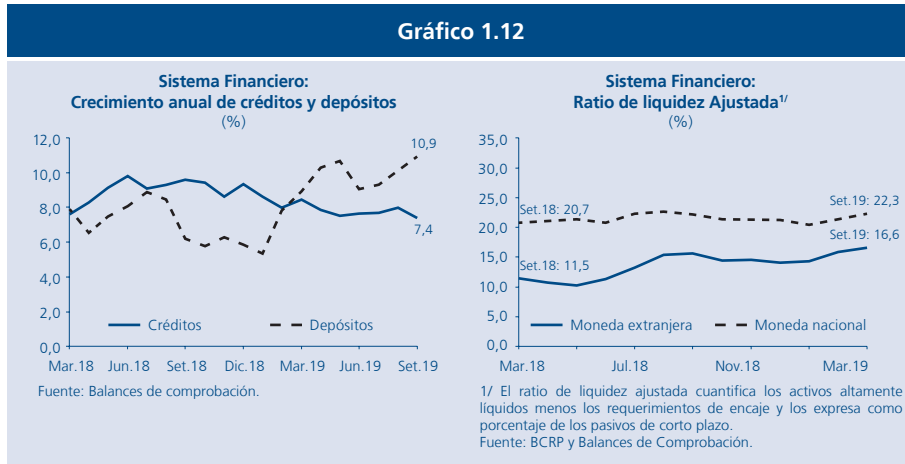
	Saldo			Flujo		Var.%	
	Set.17	Set.18	Set.19	Set.18/ Set.17	Set.19/ Set.18	Set.18/ Set.17	Set.19/ Set.18
Depósitos Totales^{1/}	253 935	269 626	299 051	15 691	29 425	6,2	10,9
Moneda Nacional	151 700	168 027	186 835	16 327	18 808	10,8	11,2
Moneda Extranjera (mill. US\$)	30 220	30 032	33 171	-188	3 138	-0,6	10,4
Adeudados con el exterior	34 913	27 119	29 910	-7 793	2 790	-22,3	10,3
Corto Plazo (mill. US\$)	4 016	2 048	3 117	-1 967	1 069	-49,0	52,2
Largo Plazo (mill. US\$)	6 304	5 968	5 724	-336	-244	-5,3	-4,1
Operaciones de reporte con el BCRP	21 435	12 700	15 298	-8 735	2 598	-40,8	20,5
Valores emitidos	18 892	20 576	26 643	1 684	6 067	8,9	29,5

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio constante a setiembre de 2019 (S/ 3,383 por US\$ 1).
Fuente: Balances de Comprobación.

El crecimiento de los depósitos se registró principalmente en soles (11,2%) y en las modalidades de vista y ahorro, lo cual, al ser pasivos menos onerosos, permitió disminuir el costo de financiamiento de las entidades. Los depósitos en moneda extranjera crecieron 10,4% en los últimos doce meses y provinieron de algunos inversionistas institucionales (AFP y fondos mutuos) y, en menor medida, de empresas de gran tamaño vinculadas a sectores transables. Esto incentivó un mayor uso de las operaciones de reporte de monedas con el BCRP, lo cual permitió a las entidades financieras utilizar sus excedentes en moneda extranjera para obtener liquidez en moneda nacional y así financiar la expansión de los créditos, especialmente a los hogares.

Los adeudados con el exterior se incrementaron en los últimos doce meses, debido al abaratamiento de su costo, tras los recortes en las tasas de interés de política monetaria de algunas economías avanzadas. Por su parte, el incremento de los valores emitidos refleja las emisiones internacionales realizadas por algunos bancos grandes en el segundo semestre de 2019, tras la reducción de las tasas de interés internacionales. En noviembre de 2019, una parte de los recursos provenientes de dichas emisiones se destinó a la redención de valores emitidos en años anteriores y que tenían un mayor costo financiero.

Las fuentes de financiamiento permitieron atender la expansión de los créditos y acumular mayores recursos líquidos, lo cual llevó a que el ratio créditos sobre depósitos se reduzca de 111% a 107% en los últimos doce meses. La mayor liquidez se reflejó en el incremento del ratio de liquidez ajustada en ambas monedas (fondos de encaje, depósitos *overnight* en el BCRP, valores emitidos por el BCRP y el Gobierno Central, depósitos en bancos del exterior y préstamos netos interbancarios, menos los requerimientos de encaje; todo como porcentaje de los pasivos de corto plazo).



Rentabilidad del Sistema Financiero

16. El indicador de rentabilidad ROA (utilidad neta anual sobre activos) se incrementó en los últimos doce meses, por un mayor margen financiero.

El incremento del margen financiero se dio en la banca y se explica por el crecimiento de los créditos de consumo, los cuales registran un mayor rendimiento que otros tipos de crédito. A ello se añade un menor gasto financiero derivado de la mayor participación de los depósitos (ahorro y vista) en la estructura de los pasivos.

**Cuadro 1.8
ROA DEL SISTEMA FINANCIERO
(% del activo, últimos 12 meses)**

	Sistema		Banca		Entidades no bancarias ^{3/}	
	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19
Margen Financiero ^{1/}	7,1	7,2	5,9	6,1	16,6	16,4
Ing. netos por servicios financieros	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,4
Gastos operativos	3,8	3,8	3,1	3,0	10,3	9,9
Provisiones	1,8	1,8	1,4	1,4	4,7	4,9
Otros ^{2/}	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-1,0
ROA	2,2	2,3	2,2	2,3	2,1	2,1

1/ Considera el margen por intermediación financiera, por operaciones con valores y las ganancias cambiarias.
2/ Considera ingresos y gastos extraordinarios, resultados de ejercicios anteriores e impuesto a la renta.
3/ Incluye financieras, cajas municipales y cajas rurales.
Fuente: Balances de Comprobación.

El gasto operativo, expresado como porcentaje de los activos³, se mantuvo estable en el sistema financiero, aunque se redujo ligeramente en la banca, especialmente

3 Los gastos operativos crecieron en 7,1% en los últimos doce meses.





en los bancos de mayor tamaño. Estos bancos han venido desarrollando nuevas herramientas tecnológicas (plataformas virtuales, bancos de datos que facilitan la evaluación crediticia, entre otros) que han permitido alcanzar mayores niveles de eficiencia en el proceso de concesión de crédito.

En las entidades no bancarias, la rentabilidad se mantuvo estable (ROA de 2,1%), dado que la reducción del margen financiero se compensó por un mejor control de los gastos operativos. El menor margen financiero es el resultado de la evolución descendente de las tasas de interés de los créditos a las MYPE y de los créditos de consumo. Por su parte, el gasto en provisiones siguió creciendo a tasas altas, porque las entidades han atendido a segmentos de la población con poco o nulo historial crediticio, los cuales suelen registrar mayores indicadores de atrasos en sus obligaciones.

Análisis por Grupo de Entidades

17. Por grupo de entidades, la banca se vio favorecida por el crecimiento de los créditos de consumo, pero este efecto fue distinto por tamaño de banco.

Cuadro 1.9 PRINCIPALES INDICADORES DE LAS ENTIDADES NO BANCARIAS										
	Patrimonio efectivo (% de los APR) ^{1/}		Cartera morosa (% del crédito)		Gastos operativos (% del activo)		Utilidades (% del activo)		Activos líquidos (% de los pasivos de corto plazo, en MN)	
	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19	Set.18	Set.19
Bancos^{2/}	15,1	14,7	4,5	4,6	3,1	3,0	2,2	2,3	26,9	28,2
Grandes	15,2	14,7	4,3	4,4	2,6	2,6	2,3	2,4	25,8	27,0
Medianos	14,5	14,6	5,3	5,2	3,9	3,8	1,7	1,7	29,7	30,8
Especializados en consumo	16,7	16,9	6,1	5,5	15,1	16,2	1,9	2,3	34,1	33,1
Entidades no bancarias	16,0	16,0	8,5	8,4	10,3	9,9	2,1	2,1	29,0	30,6
Financieras	17,6	17,4	8,1	7,6	12,5	12,1	3,5	3,4	22,4	23,6
Cajas Municipales	14,9	15,0	9,1	9,1	8,4	8,2	1,5	1,5	32,4	34,9
Cajas Rurales	15,1	15,1	7,7	10,1	14,4	13,3	0,8	0,3	32,9	28,5

1/ Última información disponible en el portal de Internet de la SBS.
2/ Se considera bancos grandes a los 4 bancos de mayor tamaño, los bancos especializados en consumo son el banco Ripley, Falabella y Azteca y los bancos medianos son el resto de los bancos.
Fuente: Balances de Comprobación y SBS.

Los **bancos grandes** registraron mayores indicadores de rentabilidad, dado que sus ingresos financieros aumentaron por el mayor dinamismo observado en los préstamos de consumo y, en menor medida, a ingresos por operaciones cambiarias. Sin embargo, este crecimiento redujo levemente el ratio de capital global de estas entidades. Los bancos grandes capitalizaron en promedio el 39% de las utilidades del ejercicio anterior.

Los **bancos medianos** mantuvieron estables sus indicadores de rentabilidad. Los ajustes a sus políticas crediticias y a los procesos de sinceramiento y limpieza de créditos otorgados principalmente a medianas empresas en años anteriores,

atenuaron el crecimiento de sus colocaciones y de su margen financiero. No obstante, esto se compensó con un mejor control de los gastos operativos, con lo cual la rentabilidad no fue afectada.

La **banca especializada** en créditos de consumo muestra un mayor gasto operativo como consecuencia de la contratación de personal capacitado para la implementación de sus procesos de limpieza de los malos créditos concedidos en años anteriores.

No obstante, algunas entidades de este grupo estarían cerca de culminar estos procesos, pues sus indicadores de morosidad están reduciéndose sostenidamente en los últimos años y sus colocaciones vienen retomando su crecimiento en lo que va del año. Todo ello les ha permitido elevar su rentabilidad.

18. Las entidades no bancarias registraron un aumento de su morosidad en los últimos doce meses, por lo que realizaron ajustes en sus gastos operativos para atenuar los efectos de las mayores provisiones y de la evolución descendente de las tasas de interés sobre la rentabilidad.

La mayor eficiencia fue alcanzada a través de un mejor control de los gastos efectuados en la contratación de personal y, en algunas de ellas, mediante el desarrollo de herramientas tecnológicas para la mejora de sus procesos.

Es importante mencionar que un grupo de entidades no bancarias registran pérdidas en lo que va de 2019. No obstante, dichas entidades no representan un riesgo para la estabilidad financiera, pues el tamaño de su cartera de créditos es pequeño y, adicionalmente, estas cuentan con el compromiso de los accionistas para fortalecer sus niveles patrimoniales.

Las **financieras** registraron menores indicadores de rentabilidad en los últimos doce meses como consecuencia del mayor gasto en provisiones provenientes de algunas entidades especializadas en créditos de consumo. No obstante, esto fue compensado por los menores gastos operativos dado que algunas de estas entidades se encuentran trabajando en la optimización de sus procesos. Cabe indicar que a pesar de este deterioro de calidad de cartera, el ratio de morosidad se redujo, debido a los castigos de cartera efectuados en los últimos doce meses.

Las **cajas municipales** han mantenido estable su rentabilidad en los últimos doce meses, debido a un mejor control de sus gastos operativos, así como una reducción en sus gastos en provisiones. Sin embargo, algunas de estas cajas muestran una contracción de su margen de intermediación producto de los procesos de sinceramiento y limpieza de cartera de malos créditos otorgados en años anteriores. Adicionalmente, este grupo está reduciendo su exposición a créditos de mayor tamaño (al segmento de medianas empresas, por ejemplo) y se vienen concentrando en créditos de menor cuantía.





Las **cajas rurales** registraron una disminución en sus indicadores de rentabilidad por el aumento de gastos en provisiones provocado por mayores niveles de morosidad de sus créditos a MYPE. Algunas cajas rurales presentan pérdidas adicionalmente debido a bajas escalas operativas. Sin embargo, estas entidades se encuentran en procesos de reorganización interna y efectuando ajustes en sus políticas crediticias, con el apoyo patrimonial de sus accionistas.

Suficiencia de capital

- 19. El ratio de capital global del sistema financiero, definido como el patrimonio efectivo sobre los activos ponderados por riesgo, se redujo ligeramente en los últimos doce meses, debido al crecimiento de las colocaciones.** No obstante, este indicador continúa presentando niveles cercanos a su promedio del último quinquenio.

Cuadro 1.10 INDICADORES DE SOLVENCIA						
	Ratio de Capital Global (%) ^{1/}			Ratio de Patrimonio Efectivo de Nivel 1 (%) ^{2/}		
	Ago.17	Ago.18	Ago.19	Ago.17	Ago.18	Ago.19
Sistema Financiero	16,0	15,2	14,9	11,9	11,7	11,6
Banca	15,9	15,1	14,8	11,6	11,3	11,3
Bancos Grandes	15,9	15,2	14,7	11,6	11,3	11,3
Bancos Medianos	15,9	14,3	14,6	10,9	10,7	11,2
Bancos Especializados	17,0	16,6	16,7	16,0	15,7	15,8
Financieras	17,4	17,6	17,2	14,8	15,3	15,2
Cajas Municipales	15,0	14,8	15,0	13,0	12,7	12,6
Cajas Rurales	16,1	15,1	15,0	15,3	14,4	14,2

1/ El mínimo legal en el Perú es de 10%.
2/ El patrimonio efectivo de Nivel 1 incluye el capital social, las reservas legales y facultativas y las utilidades con acuerdo de capitalización.
Fuente: SBS.

Para mantener sus niveles de solvencia, las entidades del sistema financiero, conformadas por los bancos, las financieras, las cajas municipales y las cajas rurales, continuaron con la capitalización de las utilidades generadas, la emisión de bonos subordinados con plazos promedio de 10 años y la obtención de préstamos subordinados de COFIDE. Asimismo, a nivel de grupos de entidades del sistema financiero, el ratio de patrimonio efectivo de Nivel 1 (principalmente, capital social, reservas y utilidades con acuerdos de capitalización) registra niveles superiores al 10%, lo que señala la capacidad del sistema financiero para afrontar potenciales eventos macroeconómicos adversos.

Las entidades no bancarias requieren mayores ratios de capital global que la banca, dado que se especializan en la atención de segmentos de mayor riesgo como son los clientes de los segmentos de consumo y de las MYPE. Algunas entidades que vienen generando pérdidas recibieron aportes de capital de sus principales accionistas (en efectivo o a través de la transferencia de inmuebles)

a fin de fortalecer su base patrimonial. No obstante, es necesario que dichas entidades sigan realizando esfuerzos para mejorar la gestión de sus riesgos de crédito y refuercen aún más su patrimonio, para enfrentar potenciales deterioros en sus carteras de créditos.

Balance de Riesgos del Sistema Financiero

- 20. La evaluación de las fortalezas del sistema financiero se efectúa con el análisis del mapa de calor, el cual es una herramienta utilizada por los bancos centrales para monitorear la estabilidad financiera, ya que permite identificar potenciales eventos de estrés financiero.**

El mapa de calor también considera el mercado de capitales y el mercado monetario. Bajo esta metodología, tonalidades rojas están asociadas a potenciales riesgos por un acelerado crecimiento de alguna variable (por ejemplo un rápido crecimiento de la deuda promedio de consumo). En algunos casos, existen variables cuyas reducciones acarrearán ciertas vulnerabilidades (por ejemplo una contracción del crédito). Estos eventos se representan con colores azules intensos. En cambio, tonalidades amarillas están asociadas a periodos de normalidad.

Los colores se determinan comparando los niveles actuales de las variables con respecto a sus promedios de los últimos tres años. Los detalles de esta metodología se describen en el Recuadro 3.





Recuadro 3 MAPA DE CALOR PARA EL MERCADO FINANCIERO PERUANO

El monitoreo de los riesgos financieros tiene una importancia fundamental tanto para las autoridades como para los participantes de los mercados financieros. En particular, luego de la última Crisis Financiera Global se hizo evidente la necesidad de mejorar la capacidad de identificar y analizar los riesgos a la estabilidad financiera para implementar una adecuada y oportuna respuesta de política.

En ese sentido, es de vital importancia para los bancos centrales y reguladores del sistema financiero el desarrollo de distintas herramientas e indicadores de alerta temprana que permitan monitorear los riesgos a la estabilidad financiera. En particular, la metodología de Aikman y otros (2017)⁴ se viene utilizando como referencia para la elaboración del mapa de calor de los mercados financieros para lograr tal objetivo.

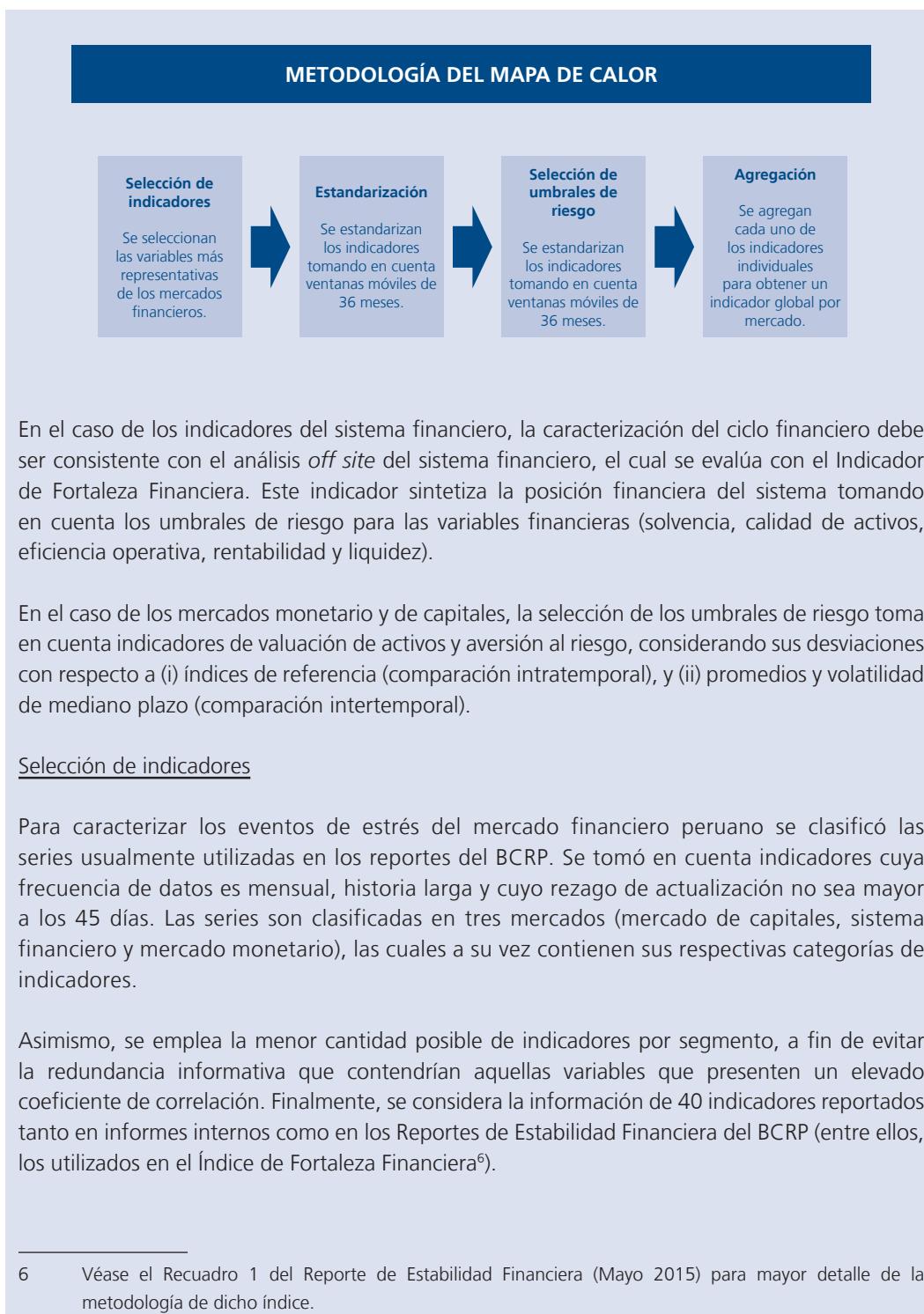
Un mapa de calor es una herramienta de visualización donde se representa la concentración de eventos de estrés para un grupo de indicadores financieros asociados con el ciclo financiero y las vulnerabilidades de los mercados financieros. Esta herramienta mejora el seguimiento e identificación de los riesgos a la estabilidad financiera, dado que sintetiza un conjunto amplio de indicadores relevantes de los mercados financieros.

Los mapas de calor son bastante útiles por dos motivos. Por un lado, proveen un resumen sobre la situación general y por segmentos del sistema financiero, permitiendo tener señales de alerta temprana o intensidad de episodios de estrés financieros, y, por otro, permiten identificar cambios en la tendencia o en la volatilidad de las variables financieras.

El BCRP desarrolló tres mapas de calor: para el sistema financiero, para el mercado de capitales y para el mercado monetario. Para ello consideró las mejores prácticas utilizadas por otros bancos centrales⁵ y se basó en la propuesta de Aikman y otros (2017). Esta metodología consiste en la selección de los indicadores relevantes del mercado financiero peruano, la estandarización de dichos indicadores y la calibración de los “umbrales” de riesgo que permitan establecer los niveles de fragilidad.

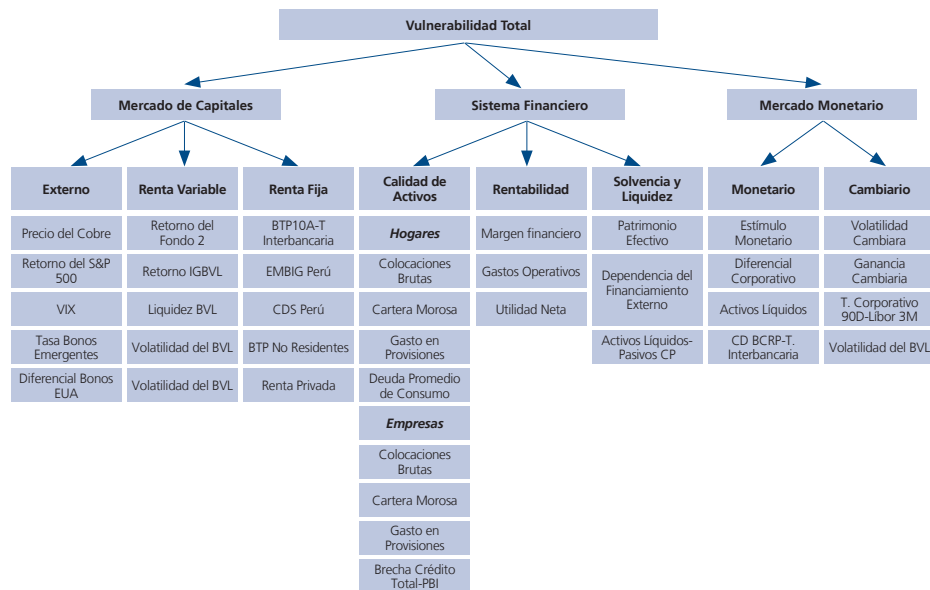
4 Aikman, D., Kiley, M., Lee, S. J., Palumbo, M. G., & Warusawitharana, M. (2017). Mapping heat in the US financial system. *Journal of Banking & Finance*, 81, 36-64.

5 Entre los principales estudios consultados se tiene: (i) Arbatli, E. C., & Johansen, R. M. (2017). A Heatmap for Monitoring Systemic Risk in Norway. Norges Bank Staff Memo 10-2017. (ii) McLaughlin, J., Minson, A., Parolin, E., & Palmer, N. (2018). The OFR Financial System Vulnerabilities Monitor. (iii) Jeanne, O. (2018). Analytical Frameworks and Toolkits in IMF Financial Surveillance. IEO Background Paper. Así también, se analizó la metodología de los bancos centrales de Chile, Colombia y México.





PANORAMA DE VULNERABILIDADES A LA ESTABILIDAD FINANCIERA E INDICADORES



Estandarización

A cada indicador se le sustrae la media y se divide entre la desviación estándar utilizando una ventana móvil de 36 meses. Cuando las variables son saldos o niveles de fin de período, se les hace una transformación previa (variación porcentual anual) a fin de eliminar su componente tendencial y/o estacional.

Finalmente, a la serie estandarizada se le asigna los colores de acuerdo a su percentil histórico. Para el mercado financiero peruano, se emplea una ventana de tiempo de 3 años, buscando capturar la mayor cantidad de eventos de estrés relevantes sin tener una considerable pérdida de datos. Aikman y otros (2017) consideran toda la muestra de datos para la estandarización de las series, al igual que la metodología utilizada por Colombia, Chile y México. Sin embargo, la aplicación de dicha estrategia conllevaría a caracterizar solamente el episodio de la crisis de 2008 para el caso peruano, dejando de lado eventos de estrés que afectaron los mercados financieros de las economías emergentes (*tapering*, crisis de deuda europea y las tensiones comerciales iniciadas en el 2018).

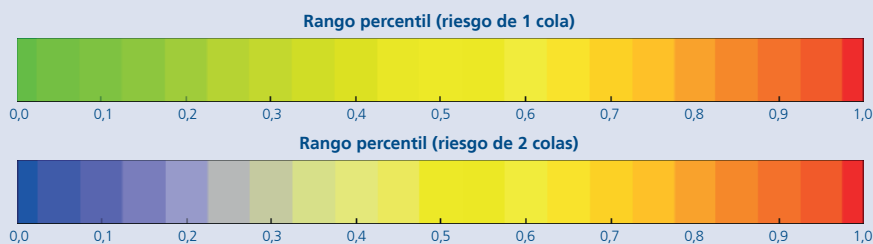
Selección de los “umbrales de riesgo”

Una vez estandarizadas las variables se procede a calibrar los “puntos críticos” o “umbrales de riesgo” que permitan establecer los niveles de fragilidad en función a la distribución de probabilidad de las variables financieras estandarizadas. Específicamente, la calibración de los “puntos críticos” definen las escalas de colores correspondientes a los percentiles de la distribución empírica de cada indicador a lo largo de la muestra. Ello permite identificar desvíos

significativos o aumentos repentinos en la volatilidad del indicador, dado los potenciales episodios de estrés financiero.

Además, los intervalos definidos por los umbrales representan distintos niveles de fragilidad, considerando además que la fuente de fragilidad puede ser de una o dos colas. Así, por ejemplo, el indicador VIX representa un **riesgo de una sola cola**, lo que implica que en niveles bajos de este indicador el mapa de calor mostrará un **menor riesgo (tonalidad verde)**, mientras que en valores muy altos el mapa de calor mostrará un **mayor riesgo (tonalidad roja)**. Por otro lado, el indicador de crédito-PBI representa un **riesgo de dos colas**, ya que niveles muy altos representarían un **riesgo de exceso crediticio (tonalidad roja)**, mientras que niveles muy bajos indicarían menores ingresos financieros por una **baja intermediación financiera (tonalidad azul)**.

UMBRALES DE RIESGO Y ESCALA DE COLORES DEL INDICADOR ESTANDARIZADO



Agregación de variables

La agregación consiste en resumir o sintetizar un grupo de múltiples indicadores de diferentes dimensiones, en un solo índice agregado que refleje las condiciones financieras de cada uno de los segmentos de mercado. La agregación se efectúa mediante la media aritmética simple, dada su simplicidad y correlato con episodios de estrés financiero en Perú. Además, esta agregación para el caso peruano no muestra mayores diferencias con respecto a las demás alternativas de agregación propuestas en la literatura (media geométrica, raíz cuadrática media y componentes principales, entre otros).

Los mapas de calor del sistema financiero, del mercado de capitales y del mercado monetario permiten una evaluación más exhaustiva de los mercados financieros que permite identificar potenciales vulnerabilidades y proponer medidas para una mejor administración de los riesgos.

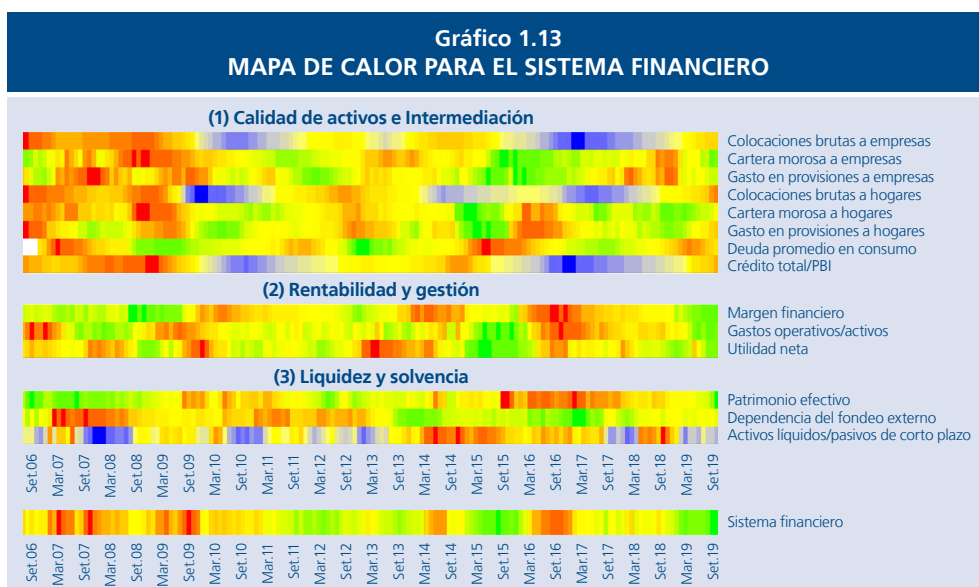
- Según el mapa de calor del sistema financiero, este mantuvo condiciones de estabilidad durante el año 2019, a pesar de la desaceleración de la actividad doméstica y la mayor incertidumbre generada por las tensiones comerciales.**

El mapa de calor del sistema financiero considera variables con riesgos de una y dos colas. En la sección Calidad de Activos e Intermediación de dicho mapa, se





aprecia que el crédito a las empresas (riesgo de dos colas) registra un crecimiento relativamente estable (bajo riesgo o tonalidad amarilla), mientras que la cartera morosa de ese segmento (riesgo de una cola) muestra una desaceleración (bajo riesgo o tonalidad verde), por la recuperación de créditos refinanciados de algunas empresas corporativas y grandes.



Por su parte, los créditos a los hogares registran un crecimiento sostenido, por lo cual su tonalidad ha comenzado a enrojarse en el mapa de calor, aunque con una menor intensidad que en otros períodos como el observado previo a la crisis financiera internacional. Cabe indicar que esta tonalidad refleja que actualmente, las colocaciones a los hogares registran tasas de crecimiento superiores a las de los últimos tres años. Si bien este crecimiento se explica por la incorporación de nuevos sujetos de crédito al sistema financiero, es necesario seguir monitoreando la expansión de dichos créditos y que las entidades financieras continúen mejorando la gestión de sus riesgos.

Junto con este crecimiento, se observa un leve deterioro de la cartera de créditos a los hogares desde el segundo trimestre de 2019, lo cual ha venido acompañado con una ligera aceleración del gasto en provisiones, que se manifiesta en la tonalidad naranja en el mapa de calor. Por ello, como ya se comentó, las entidades financieras modificaron sus criterios de selección de clientes, aplicando políticas crediticias relativamente más conservadoras. Esto se vio reflejado en una favorable desaceleración de la deuda promedio de los créditos de consumo entre el segundo

y tercer trimestre de 2019, lo cual se evidencia en su tonalidad amarilla en el mapa de calor.

El sostenido crecimiento de los créditos de consumo siguió favoreciendo el margen financiero y, por consiguiente, la generación de utilidades, principalmente, de las entidades bancarias. Esto ha incrementado la rentabilidad del sistema financiero.

En agregado, el sistema financiero muestra condiciones de estabilidad en lo que va del año 2019, debido a sus indicadores de rentabilidad y a la favorable evolución de la cartera morosa. Esto es representado por una tonalidad verde en el mapa de calor.

Factores de Riesgo

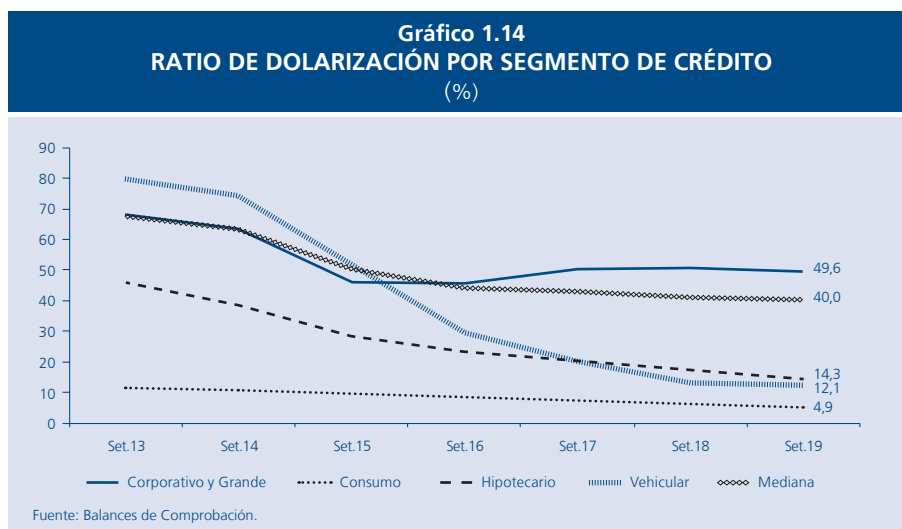
22. Durante el año 2019, tanto las economías avanzadas como las emergentes continuaron registrando señales de un menor crecimiento económico, acompañado de niveles relativamente altos de aversión al riesgo.

- a. Un recrudescimiento de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China podría profundizar la desaceleración de la actividad económica mundial y con ello la demanda de los *commodities*, reduciendo nuestros términos de intercambio.
- b. Además, una mayor percepción de riesgo generada por las tensiones comerciales y el deterioro de la coyuntura interna de los países de la región podría provocar repentinas correcciones en los mercados financieros, generando presiones de depreciación sobre las monedas de la región y del Sol, en particular.

En este escenario, la exposición al riesgo cambiario de las medianas empresas sigue siendo relevante, debido a que la dolarización de los créditos en este segmento es elevada (40%). Entre las medianas empresas, destaca el grado de dolarización de las empresas ligadas a los sectores telecomunicaciones, inmobiliario, minería y agropecuario. Por ello, una depreciación de la moneda nacional incrementaría la carga financiera de esas empresas, elevando la probabilidad de incumplimiento en los pagos de sus deudas.

En cambio, en el caso de los créditos corporativos, la exposición a este riesgo es limitada, debido a que algunos deudores tienen ingresos vinculados al tipo de cambio o usan instrumentos financieros para cubrir el riesgo cambiario. Por su parte, la dolarización de los créditos hipotecarios y vehiculares se ha reducido, disminuyendo la vulnerabilidad de los hogares al riesgo cambiario.





Adicionalmente, una mayor percepción de riesgo generado por potenciales factores externos adversos podría elevar el costo de financiamiento (mayores tasas de interés de deuda pública), con lo cual las tasas de interés de los créditos corporativos y de las hipotecas se elevarían, pudiendo disminuir el crecimiento de esas carteras.

- 23. Un potencial menor crecimiento doméstico se presentaría ante una desaceleración de la demanda interna, es decir, de la inversión pública y privada y del consumo.** Si bien se viene registrando una desaceleración de la deuda promedio de consumo, su evolución podría desligarse de los ingresos en algunos sectores de la población, lo cual generaría un potencial sobreendeudamiento y, con ello, un deterioro de la cartera de consumo.

Ante un eventual deterioro de las condiciones del mercado laboral, los ingresos de los hogares podrían crecer a un ritmo menor que sus deudas, reduciendo su capacidad de pago, lo que podría traducirse en un aumento de la morosidad del sistema financiero.

En los últimos doce meses, se ha registrado un crecimiento del número de deudores de 5,3%, en particular en el grupo de deudores que cuentan con deudas con múltiples entidades (7,8% anual), mientras que los deudores únicos aumentaron en menor grado (3,3% anual). Adicionalmente, la deuda promedio de los créditos de consumo creció en 9,7% anual, especialmente en los clientes únicos y en los deudores que tienen créditos con 4 o más entidades. No obstante, la deuda promedio de la cartera total viene desacelerándose (creció en 10,9% en el año 2018).

Cuadro 1.11
CARACTERÍSTICAS DE LOS DEUDORES DE CONSUMO EN EL SISTEMA FINANCIERO

Nº de entidades con las que registran deuda	Set. 18			Set. 19		
	Número de deudores	Deuda promedio (S/)	Ratio de morosidad (%)	Número de deudores	Deuda promedio (S/)	Ratio de morosidad (%)
1	2 823 265	6 161	7,2	2 916 685	6 787	6,8
2	1 243 138	13 148	4,7	1 319 221	14 117	4,5
3	590 950	20 779	3,8	645 275	21 938	3,8
4 o más	385 194	34 949	3,6	428 781	37 685	3,9
Total	5 042 547	11 795	5,0	5 309 962	12 944	4,9

Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

El incremento de la deuda promedio y el mayor aumento de los deudores compartidos podrían generar problemas de sobreendeudamiento en algunos segmentos de la población, por lo que es necesario un monitoreo del crecimiento de las carteras minoristas para prevenir este tipo de riesgos. El sobreendeudamiento podría llevar a problemas de incumplimiento de pago, lo cual se agravaría ante una continua desaceleración económica, pues los créditos de consumo tienen una alta sensibilidad al crecimiento económico. Los efectos de la desaceleración de la economía afecta en mayor medida a los deudores de menores ingresos, atendidos usualmente por las entidades no bancarias.

Prueba de Estrés

24. El sistema financiero se encuentra expuesto a riesgos externos e internos que podrían vulnerar la calidad de los activos, su rentabilidad y posiblemente su solvencia. Los modelos de pruebas de estrés permiten evaluar la resiliencia del sistema financiero ante escenarios adversos generados por la potencial materialización de esos factores de riesgos.

En el caso de presentarse un escenario adverso, las entidades bancarias y no bancarias deteriorarían su situación financiera, aunque sin poner en riesgo sus niveles de solvencia. Esto se observa en los resultados de las pruebas de estrés realizadas para evaluar si las vulnerabilidades de las entidades financieras (entre ellas, los actuales deterioros en la calidad de los créditos, la dolarización de la cartera y la desvalorización de su cartera de inversiones) representan amenazas para la estabilidad del sistema financiero.

En las pruebas de estrés se analizan y comparan dos escenarios: uno base y otro de estrés. En el escenario base, las principales variables macroeconómicas siguen la evolución proyectada en el Reporte de Inflación de setiembre de 2019. En el escenario de estrés, las variables macroeconómicas siguen una evolución adversa,





en comparación con el escenario base, y son consistentes con la materialización de los factores de riesgo macroeconómicos, tanto domésticos como externos.

Entre los riesgos a la estabilidad financiera destaca (i) un menor crecimiento mundial y, con ello, una menor demanda por *commodities*, debido al potencial recrudescimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos de América (EUA) y China, (ii) un menor crecimiento del PBI y de la demanda interna doméstica, en línea con las condiciones externas menos favorables y el deterioro de la coyuntura interna, que conllevaría a un menor ritmo de ejecución de proyectos de inversión pública y privada, y (iii) un incremento del riesgo país y una consiguiente mayor depreciación del sol, por el efecto contagio de eventuales turbulencias de los mercados financieros internacionales.

El ejercicio de estrés se realizó para las entidades bancarias y no bancarias. El ejercicio de proyección termina en diciembre de 2020, similar a lo presentado en el Reporte de Inflación. El siguiente cuadro muestra los resultados de las pruebas de estrés.

Cuadro 1.12 INDICADORES DE ENTIDADES BANCARIAS Y NO BANCARIAS									
	Ratio de Morosidad ^{1/} (%)			ROA (%)			Ratio de Capital Global (%)		
	Set.19	Dic.20		Set.19	Dic.20		Set.19 ^{2/}	Dic.20	
		Base	Estrés		Base	Estrés		Base	Estrés
Entidades bancarias	4,6	4,8	6,4	2,3	2,2	1,1	14,8	14,5	13,2
Bancos Grandes	4,4	4,7	5,9	2,4	2,3	1,5	14,7	14,5	13,4
Bancos Medianos	5,2	5,8	7,4	1,7	1,4	0,4	14,6	14,2	13,0
Bancos Especializados	5,5	5,5	8,0	2,3	2,3	0,3	16,7	16,5	14,5
Entidades no bancarias	8,4	9,4	12,7	2,1	1,9	-1,0	15,9	14,1	11,4

1/ Corresponde a la cartera morosa como porcentaje de las colocaciones brutas. La cartera morosa incluye la cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada.
2/ Última información disponible a agosto de 2019.
Fuente: Balances de Comprobación.

En una situación de estrés, las entidades bancarias atenuarían el impacto del deterioro de la cartera en la rentabilidad mediante el uso de sus provisiones voluntarias. En cambio, el impacto sobre la rentabilidad de las entidades no bancarias sería mayor, debido a su exposición a mercados de crédito (algunos segmentos de deudores MYPE y de consumo) altamente sensibles a una desaceleración económica.

Cabe indicar que en el ejercicio de proyección se utiliza un criterio conservador al asumir un comportamiento pasivo de las entidades financieras que no toma medidas para hacer frente al escenario de estrés. Así, se asume que las entidades financieras no realizan ajustes en sus gastos operativos ni recortes de sus tasas de interés pasivas que suelen implementar para atenuar el impacto de una mayor morosidad sobre la rentabilidad. Las entidades tampoco incrementan el nivel de

capitalización de sus utilidades (se mantiene en su promedio de los últimos dos años) ni reciben eventuales aportes de capital de sus accionistas, medidas que suelen tomar para preservar su solvencia ante escenarios adversos.

Proyección del Escenario Base

25. En el escenario base, que tiene mayor probabilidad de ocurrencia, se asume un crecimiento del PBI promedio de 3,8% hacia el horizonte de proyección.

Esta proyección asume que en 2020, la economía peruana registraría un mayor crecimiento respecto a lo observado en 2019, en línea con la recuperación de la demanda interna y de las exportaciones. Se espera una gradual recuperación de la inversión privada. Adicionalmente, la inversión pública se aceleraría, debido a que el efecto de un menor ritmo de ejecución por el ingreso de nuevas autoridades subnacionales se reduciría en 2020.

En este escenario, los resultados del modelo de proyección señalan que el ratio de morosidad de la **banca** se incrementaría a 4,8% a diciembre de 2020. El mayor incremento se registraría en los bancos medianos. Ello reflejaría los procesos de sinceramiento de cartera que estas entidades vienen realizando en los créditos que fueron concedidos en años anteriores. La mayor morosidad tendría un reducido impacto en la rentabilidad de los bancos grandes, principalmente por operar con clientes de mejor perfil de riesgo que cuentan con garantías que respaldan sus obligaciones (con lo cual el aumento de provisiones es menor).

En los bancos especializados en crédito de consumo, el ratio de morosidad se mantendría en niveles cercanos a los actuales, tras la recuperación de sus colocaciones y la consolidación de los ajustes a sus políticas crediticias. Esto último estaría generando que su base de clientes esté conformada por deudores de menor riesgo crediticio.

Por otro lado, se espera que el ratio de morosidad de las **entidades no bancarias** aumente a 9,4% hacia fines del horizonte de proyección. Ello se debe a que la cartera morosa del segmento de las MYPE seguiría manteniendo el crecimiento observado en los últimos doce meses. Asimismo, se espera una menor rentabilidad (el ROA pasaría de 2,1% en setiembre de 2019 a 1,9% en diciembre de 2020), como resultado de las mayores provisiones. Cabe indicar que el deterioro de cartera se concentra en algunas entidades que actualmente presentan pérdidas y que se encuentran en procesos de redimensionamiento de sus operaciones y de limpieza de cartera.

Se estima que las entidades no bancarias registrarían una reducción de su ratio de capital global, alcanzando 14,1% a diciembre de 2020, debido al mayor ritmo de crecimiento de la cartera de las MYPE y de los créditos de consumo respecto a la capitalización de las utilidades generadas. De igual forma que en el caso de la





proyección de gastos operativos y de tasas de interés, la proyección del escenario base es pasiva en el sentido que no se asume nuevos aportes de capital.

Proyección del Escenario de Estrés

26. En el escenario de estrés, se evalúan las fortalezas de las entidades financieras ante condiciones macroeconómicas adversas (disminución del PBI de -0,6%, y depreciación de la moneda nacional de 20%) durante el año siguiente.

Este escenario hipotético considera una contracción de la demanda interna, por un menor ritmo de crecimiento del consumo e inversión privada, por el deterioro de expectativas de crecimiento, acentuado por retrasos en la ejecución del gasto público. Este menor dinamismo incidiría en una menor demanda por créditos por parte de las empresas y familias y un aumento de la probabilidad de incumplimiento de pago.

A ello se le añadiría un deterioro de las condiciones externas por la profundización de la desaceleración de crecimiento mundial, así como el mayor grado de incertidumbre generado por una escala de las tensiones comerciales. Este mayor sentimiento de riesgo generaría una salida de capitales extranjeros de los portafolios domésticos y, con ello, una alta depreciación y volatilidad de la moneda doméstica.

En este escenario adverso, el ratio de morosidad de la **banca** se incrementaría a 6,4% en diciembre de 2020, principalmente por el deterioro de los créditos de consumo (condiciones del mercado laboral menos favorables), los cuales actualmente registran un alto crecimiento, especialmente la cartera de tarjetas de crédito. A ello se le añade el deterioro de la cartera de las empresas de menor tamaño, especialmente de las medianas empresas y de las MYPE, por la contracción de la actividad económica doméstica. De igual forma, se presentaría una menor calidad de cartera en los créditos otorgados a las empresas que operan en los sectores económicos de construcción y actividades inmobiliarias, asociado al menor ritmo de ejecución de la inversión pública y de la demanda interna, respectivamente.

En este escenario, la banca disminuiría su ROA a 1,1% a diciembre de 2020, como consecuencia del aumento de los gastos en provisiones y de la contracción de las colocaciones. Los bancos grandes atenuarían el requerimiento de provisiones con el uso de sus provisiones voluntarias ya constituidas. En cambio, los bancos medianos reducirían su rentabilidad a 0,4%, debido a su mayor exposición a créditos a las medianas empresas, segmento que actualmente registra altos niveles de morosidad en el sistema financiero. Además, los bancos medianos cuentan con un nivel bajo de provisiones voluntarias que no les permitiría atenuar el impacto de la morosidad sobre la rentabilidad.

Por su parte, los bancos especializados reportarían una mayor disminución de la rentabilidad, debido a que, en este escenario adverso, los créditos de consumo se

contraerían significativamente y su cartera morosa aumentaría, lo que incidiría en una reducción del margen financiero y en un aumento del gasto en provisiones. El efecto de las pérdidas (contracción del patrimonio efectivo) sobre el ratio de capital global se atenúa por la contracción de las colocaciones.

En cuanto al **riesgo de mercado**, un escenario hipotético adverso en el cual el *spread* EMBIG⁷, variable que aproxima la aversión al riesgo, se incrementaría en 200 puntos básicos de forma exógena (similar a lo ocurrido durante la Crisis Financiera Internacional), provocaría que el valor de las inversiones en renta fija de la banca disminuya en 1,9%, lo que implicaría una reducción en el ROA de los bancos de 24 puntos básicos. En este escenario las pérdidas de los bancos atribuibles al riesgo de mercado ascienden a S/ 723,6 millones asociados a los menores precios de los bonos de emisores peruanos.

Por su parte, las **entidades no bancarias** serían las más afectadas en un escenario macroeconómico adverso. Esto se explica por el impacto negativo del menor crecimiento económico sobre los créditos a las MYPE y los créditos de consumo. En este sentido, entre las entidades más afectadas se encontrarían algunas cajas municipales y rurales que actualmente registran pérdidas, dado sus altos niveles de morosidad. Adicionalmente, algunas financieras y cajas rurales que operan principalmente en el mercado de créditos de consumo serían las más vulnerables ante un escenario adverso.

Los efectos de la morosidad sobre la rentabilidad serían significativos, porque el ROA de las entidades no bancarias se reduciría a -1% a diciembre de 2020, debido a los mayores gastos de provisiones y al menor crecimiento de su cartera que reduciría el margen financiero. Se espera que el ratio de capital global se reduzca a 11,4% a diciembre de 2020, por las pérdidas generadas. Es de esperar que algunas entidades, especialmente las que actualmente registran altos niveles de morosidad y bajos niveles de rentabilidad, registren ratios de capital global menores al mínimo regulatorio (10%). No obstante, este grupo de entidades tiene una reducida participación en los activos del sistema financiero (menor al 1%).

Cabe precisar que el efecto de la mayor morosidad sobre la rentabilidad en el escenario adverso sería menor, si es que las entidades financieras contarán con un mayor nivel de provisiones voluntarias y de capital, a fin de afrontar con una mejor posición potenciales escenarios macroeconómicos adversos.

7 El *spread* EMBI (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) corresponde a la diferencia de tasa de interés de los bonos globales emitidos por países emergentes y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados libres de riesgo.





II. MERCADO DE CAPITALES

27. **El mercado de capitales doméstico se ha visto favorecido por la revalorización de los bonos soberanos como resultado de una mayor demanda por dichos instrumentos por parte de los inversionistas no residentes.** Esto se ha dado en un contexto de condiciones financieras internacionales flexibles, aunque con algunos episodios de volatilidad asociados a las tensiones comerciales y riesgos de desaceleración de la economía global.

Cuadro 2.1 INDICADORES DEL MERCADO DE CAPITALES (% del PBI)					
INDICADORES DE OFERTA DE VALORES NEGOCIABLES	2015	2016	2017	2018	Set.19
I. Mercado de Renta Fija					
A. Saldo de Instrumentos de Deuda en el Mercado Local	11	13	16	17	18
A.1. Bonos y Letras del Sector Público	8,1	10,0	12,7	14,0	14,9
A.2. Deuda de Sector Privado	3,1	3,3	3,4	3,4	3,3
II. Mercado de Renta Variable					
A. Capitalización Bursátil	51	63	75	65	65
B. Valor Negociado	1,6	2,1	3,8	2,5	2,4
B.1. Renta Variable	1,1	1,4	2,9	1,5	1,8
B.2. Instrumentos de Deuda	0,6	0,7	0,9	0,9	0,6
C. Ratio de rotación de acciones (%)	1,9%	2,4%	4,2%	2,3%	2,0%

Fuente: BCRP, Bloomberg, BVL y SMV.

El mercado de deuda pública (bonos soberanos y letras del Tesoro) ha continuado con su tendencia creciente, reflejada en un mayor tamaño del saldo de bonos soberanos y letras del tesoro, llegando a representar el 14,9% del PBI a setiembre de 2019.

Esta evolución se ha venido dando ante el mayor apetito de los inversionistas por activos financieros de economías emergentes con sólidos fundamentos macroeconómicos (disciplina fiscal y baja inflación), como es el caso de la economía peruana, lo que redujo las tasas de rendimiento de los bonos soberanos y aumentó significativamente los precios de dichos títulos. Este apetito fue más intenso durante el primer semestre de 2019, cuando los inversionistas adquirieron los valores tanto en el mercado primario como en el mercado secundario. Ello contribuyó con la reducción de las tasas de interés de la curva de rendimientos de referencia para el sector privado.

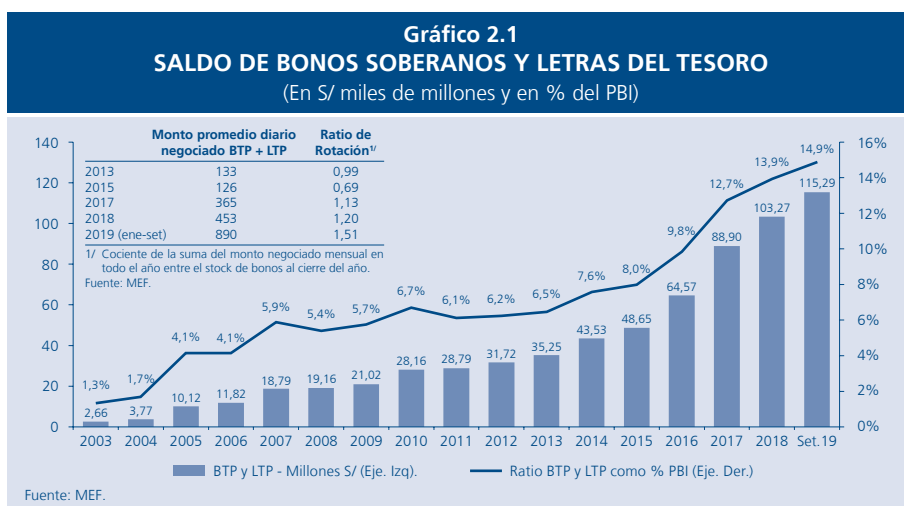
El mercado de deuda del sector privado ha venido creciendo en lo que va del año, aunque a un ritmo menor que el mercado de deuda pública. En términos del PBI, el mercado de deuda del sector privado se ha mantenido relativamente estable. En cuanto a los emisores, se observa un mayor número de empresas que acude constantemente al mercado para obtener financiamiento. En promedio, cada año ingresan tres nuevos emisores al mercado.

En el mercado de renta variable, la capitalización bursátil sobre el PBI se ha mantenido estable en lo que va de 2019, en línea con la evolución de los mercados financieros internacionales y los precios de los *commodities*, en un contexto de tensiones comerciales entre EUA y China. Sin embargo, la liquidez del mercado de acciones ha venido reduciéndose, registrando niveles similares al año 2015 (ratio de rotación de acciones de 2%).

2.1 Mercado de Deuda del Sector Público

28. El mercado de Deuda Pública ha venido creciendo sostenidamente en lo que va de 2019, como reflejo del interés y la confianza de los inversionistas por nuestros bonos soberanos (BTP). Los BTP son los instrumentos más representativos del mercado de deuda pública (99% del saldo de deuda), mientras que las Letras del Tesoro Público (LTP) prácticamente no tienen mercado secundario.

Los bonos soberanos han venido evolucionando favorablemente, tanto en profundidad (representan el 14,9% del PBI) como en liquidez (el monto negociado promedio diario pasó de S/ 453 millones en 2018 a S/ 890 millones en lo que va de 2019). En el presente año, los inversionistas no residentes elevaron su tenencia de bonos soberanos de 44% a 50%. Esto refleja el proceso de solarización de la deuda pública, el cual se ha visto beneficiado por nuestras fortalezas macroeconómicas, y por los esfuerzos efectuados para mejorar la colocación de bonos soberanos en los mercados internacionales (por ejemplo, los *Global Depositary Notes* y *Euroclear*).





La liquidez del mercado de deuda pública siguió aumentando en el presente año. El monto negociado promedio diario de estos valores registra un aumento de 96% con respecto de 2018, mientras que el ratio de rotación (monto negociado entre el saldo de bonos) aumentó a 1,51, el nivel más alto en los últimos quince años.

La tendencia favorable en el volumen negociado se explica, en parte, por las nuevas emisiones de títulos en el mercado local e internacional. Entre enero y setiembre de 2019, el monto colocado por emisiones internas de bonos soberanos alcanzó los S/ 18 648 millones, monto que es considerablemente mayor a lo colocado en el mismo periodo del 2018 (S/ 6 905 millones), destacando la emisión del bono soberano 2037 (S/ 1 050 millones) y del bono soberano 2034 (S/ 5 827 millones). Esta última fue parte de una operación de administración de deuda en la cual se intercambiaron y/o recompraron el bono soberano 2023, y bonos globales en dólares 2025, 2027, 2033, 2037 y en euros 2026 y 2030, financiada con las emisiones de dos nuevas referencias, un bono global en dólares 2030 y el bono soberano 2034. Esta operación permite un mejor perfil de la deuda pública e incrementa el nivel de solarización de la misma. No obstante, si bien la extensión del plazo de la deuda soberana reduce la carga financiera en el mediano plazo, se deja de contar con puntos de referencia para la curva de rendimiento de corto y mediano plazo.

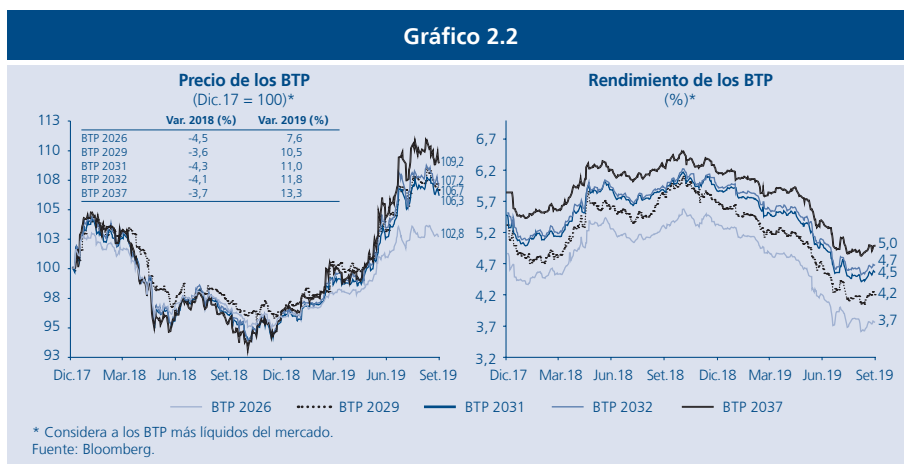
En el caso de las LTP, la baja liquidez y profundidad han limitado el desarrollo de su mercado secundario. El mercado de LTP tiene un tamaño reducido (1% del mercado de deuda pública) y se caracteriza por una alta concentración de la demanda en pocas instituciones. Como resultado, no ha sido posible establecer una curva de rendimientos de corto plazo con estos valores. En su lugar, los participantes del mercado continúan usando como referencia la curva de rendimientos de CDBCRP.

29. En lo que va de 2019, el precio de los BTP ha registrado una evolución favorable, recuperando las pérdidas observadas en el año anterior, por la reducción de las tasas de interés. El mayor apetito de los inversionistas no residentes por dichos instrumentos también contribuyó a la reducción de los rendimientos de los BTP.

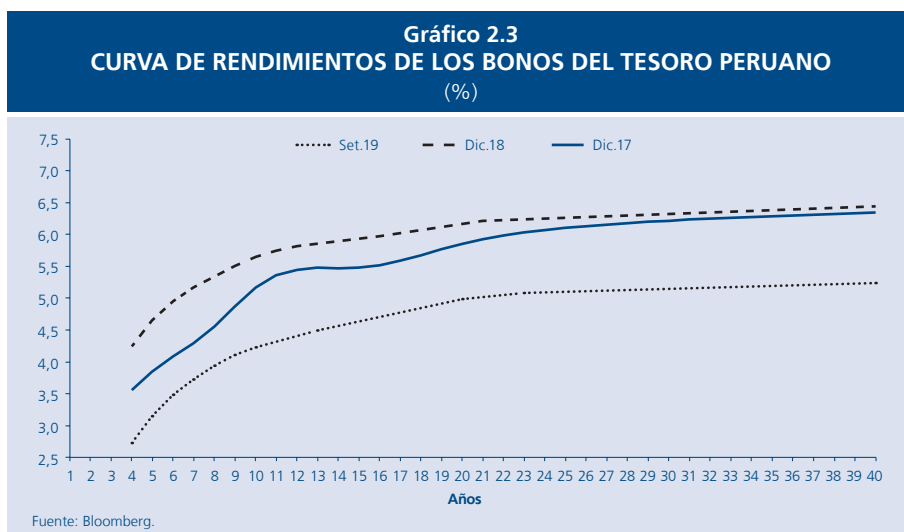
Esta evolución favorable del precio de los BTP está asociada a las expectativas de menores tasas de interés en el año, que se hicieron efectivas con las reducciones de la tasa de interés de referencia por parte del BCRP en agosto y noviembre de 2019 (de 2,75% a 2,25%). Asimismo, el mayor apetito por BTP también incidió en el significativo aumento en el precio (valorización) de dichos instrumentos.

En lo que va de 2019, los mayores incrementos del precio se dieron en los BTP de mayor plazo, entre ellos, el BTP 2032 (11,8%) y el BTP 2037 (13,3%). Estos incrementos compensaron la disminución de los precios de los BTP observada en el 2018, lo cual ha favorecido a las carteras de los inversionistas que tienen una participación relevante en los BTP, tales como los inversionistas no residentes y los fondos de pensiones administrados por las AFP. Esta evolución creciente en el

precio de los BTP se ha moderado en el tercer trimestre de 2019, reflejando una leve reducción en las tenencias de BTP por parte de no residentes.



Las tasas de interés de los bonos soberanos disminuyeron, en promedio, 127 puntos básicos en setiembre de 2019 respecto al cierre del año 2018. La menor aversión al riesgo hacia mercados emergentes, en un contexto de negociaciones comerciales entre EUA y China que apuntan a un acuerdo de etapa temprana, y el cambio hacia una posición menos restrictiva de la política monetaria de la FED (que realizó tres recortes de 25 puntos básicos en julio, setiembre y octubre) han incidido favorablemente en la evolución de los indicadores de riesgo país de las economías emergentes con sólidos fundamentos macroeconómicos, como es el caso peruano. Como resultado, la curva de rendimientos se ha desplazado hacia abajo, lo que ha permitido una mejora en las condiciones de financiamiento del sector privado.





30. **El mayor dinamismo de la deuda pública ha venido acompañado con una recomposición en las tenencias de valores, observándose una mayor participación de los inversionistas no residentes y una disminución de las tenencias de las AFP.** En lo que va de 2019, las tenencias de bonos soberanos por parte de no residentes se incrementaron en S/ 12 412 millones por las compras efectuadas en el mercado primario y en el mercado secundario, principalmente a las AFP.

Cuadro 2.2
TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS POR TIPO DE INVERSIONISTA

	Dic.16		Dic.17		Dic.18		Set.19		Variaciones
	Mill. S/	Estruct.	Mill. S/	Estruct.	Mill. S/	Estruct.	Mill. S/	Estruct.	Set.19/Dic.18
No Residentes	23 721	38%	38 558	45%	44 693	44%	57 104	50%	12 412
AFP	25 727	41%	26 909	31%	30 771	30%	28 524	25%	-2 247
Bancos	5 924	9%	12 711	15%	15 527	15%	17 853	16%	2 326
Seguros	4 322	7%	4 917	6%	5 966	6%	6 293	6%	327
Otros ^{1/}	3 394	5%	3 318	4%	3 998	4%	4 230	4%	232
Total	63 088	100%	86 414	100%	100 955	100%	114 004	100%	13 049

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

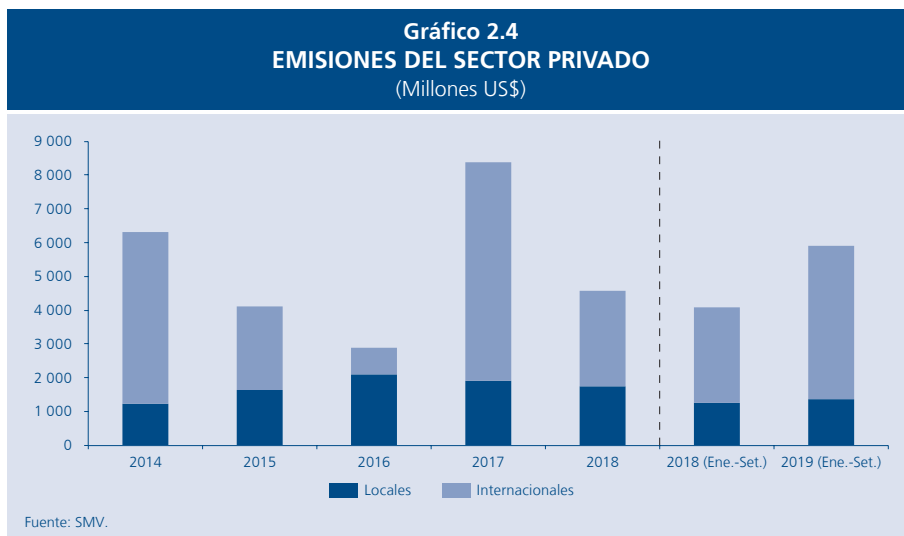
En América Latina, los inversionistas no residentes incrementaron sus tenencias de bonos soberanos por US\$ 6,1 mil millones⁸ durante el primer semestre del año 2019, destacando los flujos hacia deuda de Brasil (US\$ 3,3 mil millones) y de Perú (US\$ 2,4 mil millones). Sin embargo, desde julio se observan salidas de deuda soberana en ambos países, debido a la volatilidad de los mercados financieros ante las tensiones comerciales.

2.2 Mercado de Deuda del Sector Privado

31. **En lo que va del año, se observa un renovado interés de las empresas por financiarse a través del mercado de capitales, aprovechando una mejora en las condiciones de financiamiento.**

En el periodo de enero a setiembre de 2019 se realizaron emisiones en el mercado local por un monto equivalente a US\$ 1 361 millones, 8,1% más de lo que se emitió en el mismo periodo del 2018. Esta evolución favorable del mercado de deuda en el año refleja una mayor disposición de las empresas de mayor tamaño por financiarse en el mercado de capitales ante los menores costos de financiamiento, en un contexto de menores tasas de interés soberanas.

8 Cambio mensual acumulado en las tenencias nominales de bonos soberanos tipo bullet con tasa nominal denominados en moneda local, convertido a dólares utilizando el tipo de cambio de cierre de cada mes. Se excluye del análisis a la deuda de corto plazo, debido a que suele responder a flujos de corto plazo. Información a agosto de 2019.



En el mismo período, las emisiones internacionales crecieron en 61%. En el mercado internacional, las empresas de mayor tamaño pueden acceder a financiamiento por montos superiores a los que obtendrían de una emisión similar en el mercado local. La mayor cantidad y diversidad de inversionistas que adquieren los instrumentos emitidos es otra de las ventajas para preferir financiarse en el exterior.

En estas emisiones internacionales, se ha observado una mayor preferencia por las emisiones en soles, debido a que las empresas han buscado reducir su exposición al riesgo cambiario y al riesgo de tasas de interés en moneda extranjera. Entre enero y setiembre de 2019, las emisiones en soles ascendieron a S/ 5 840 millones, mientras que en el mismo período del año 2018 no se registró emisión alguna en dicha moneda. De continuar este proceso de solarización de la deuda se reduciría la vulnerabilidad de las empresas frente a las fluctuaciones del tipo de cambio.

Las empresas peruanas que facturan en soles y emiten valores en moneda extranjera en el exterior se exponen al riesgo cambiario, de no contar con coberturas necesarias. En los últimos doce meses, la moneda nacional se depreció (0,2%), generando leves pérdidas cambiarias a las empresas (ratio de Diferencia de Cambio sobre EBIT de -1,9% al tercer trimestre de 2019). La rentabilidad se redujo ligeramente en el año, por una desaceleración de las ventas, en línea con el menor crecimiento de la economía doméstica, mientras que el ratio de apalancamiento se mantuvo prácticamente estable en 2019, a pesar de las emisiones de deuda, lo cual reflejaría el proceso de sustitución de deudas efectuadas por las empresas y sería un factor que ha incidido en la desaceleración de los créditos corporativos del sistema financiero.

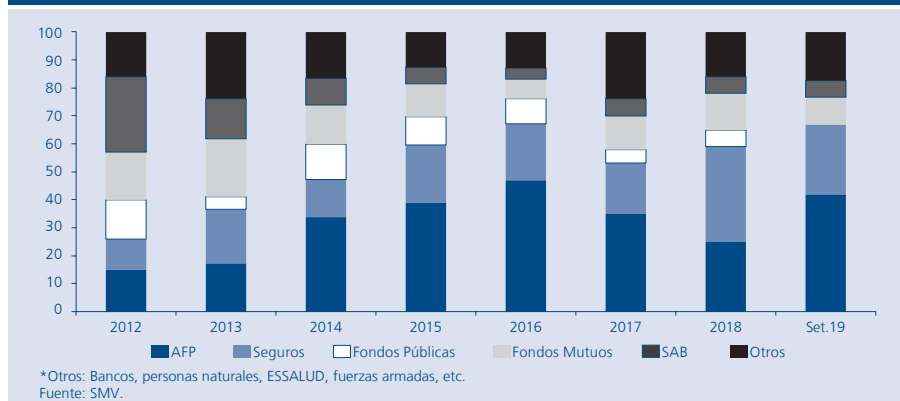


**Cuadro 2.3**
INDICADORES FINANCIEROS DE EMPRESAS QUE EMITEN EN EL EXTERIOR^{1/}

	2017	2018	Set.19 ^{2/}
Ratio de apalancamiento	1,1	1,1	1,0
Ratio de cobertura de interés	4,5	5,2	5,9
Diferencia de cambio / EBIT	2,0%	-3,4%	-1,9%
ROE	4,7%	7,9%	5,1%

^{1/} Los datos corresponden a una muestra de 14 empresas corporativas no financieras que han realizado emisiones de instrumentos de deuda en el mercado internacional y que además tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores local (por ejemplo: Andino Investment Holding, Alicorp, Cementos Pacasmayo, entre otros).
^{2/} Los indicadores de "Diferencia de cambio / EBIT" y "ROE" fueron calculados con los valores de los últimos 12 meses.
Fuente: Economática.

- 32. Hasta setiembre del año 2019, se observa una recuperación en la demanda de valores por parte de las AFP y de las empresas de seguros.** En ese período, las AFP y las empresas de seguros han demandado el 67% de las emisiones locales. Esta alta concentración de la demanda en inversionistas institucionales tiene una incidencia en las características de las emisiones, que son en su mayoría de alta calificación crediticia (A+ o superior) y de largo plazo (12 años en promedio para las empresas no financieras y 8,5 años para las entidades del sistema financiero).

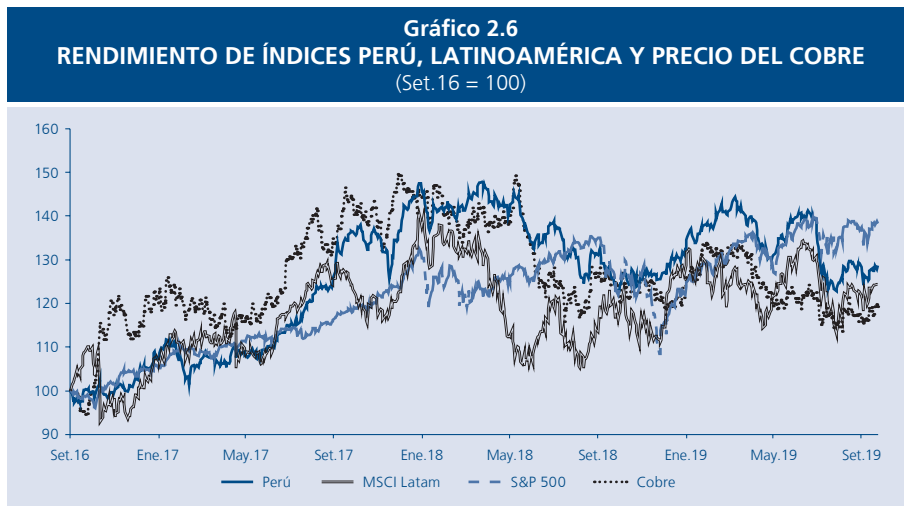
Gráfico 2.5
ADJUDICACIONES DE LAS EMISIONES LOCALES
(%)

2.3 Mercado de Renta variable

- 33. En el 2019, el mercado bursátil peruano ha tenido un retorno bajo y con un aumento de la volatilidad en el tercer trimestre producto de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.**

La rentabilidad de la BVL ha registrado una evolución diferenciada. En el primer trimestre de 2019, la BVL tuvo un rendimiento de más de 10,8%, en línea con los índices de mercados desarrollados y emergentes.

Sin embargo, la mayor aversión al riesgo producto de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y los efectos que tendrían estas medidas en el comercio internacional afectaron el retorno de los índices de acciones de las economías emergentes y el precio de los *commodities*, como el cobre, sobre todo en el tercer trimestre. Desde mediados de julio, la BVL ha registrado un retorno negativo.



En el período enero-setiembre de 2019, el retorno del Índice General de la BVL fue 1%, menor a lo registrado en los mercados bursátiles de las economías desarrolladas, cuyas ganancias estas asociadas al estímulo monetario y a sólidos resultados corporativos.

Cuadro 2.4
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES ^{1/}

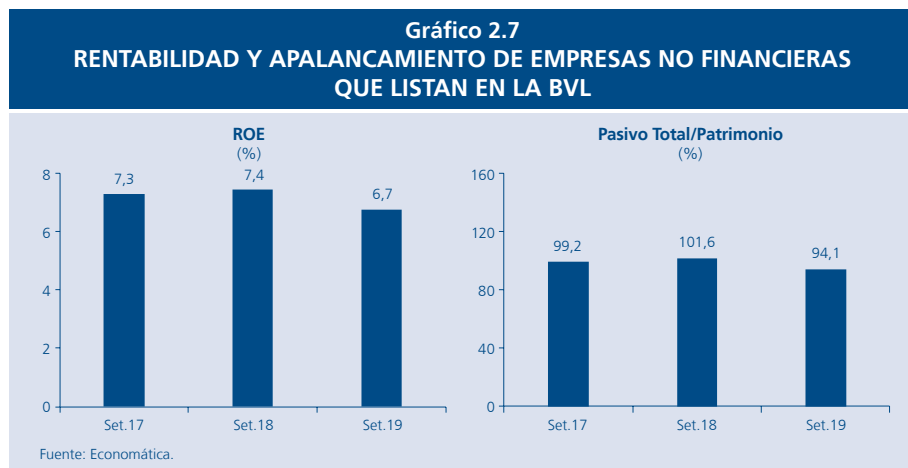
Región	Índice	Set. 19	Var. %			
			2019 ^{2/}	2018	2017	2016
América						
EE.UU	S&P 500	2 976,7	18,7	-6,2	19,4	9,5
Brasil	Bovespa	25 158,6	10,9	-1,8	24,7	69,1
Chile	IGPA	34,9	-6,6	-17,8	47,0	20,8
Colombia	IGBC	3,7	7,4	-10,8	14,2	25,0
Perú	Peru General	5 792,6	1,0	-7,0	32,7	60,9
Europa						
Alemania	DAX	13 550,3	12,2	-22,2	28,2	3,3
Reino Unido	FTSE 100	9 104,7	6,2	-17,5	17,9	-4,1
Asia						
Japón	Nikkei 225	201,2	11,0	-10,4	23,4	3,8
Corea	KOSPI	1,7	-6,0	-20,5	37,2	0,9
China	Shanghai Composite	406,4	12,1	-28,7	13,6	-18,0

1/ Estimados considerando como moneda base el dólar americano.
2/ Al cierre de setiembre. Variación de Diciembre 2018 a Setiembre 2019.
Fuente: Bloomberg.



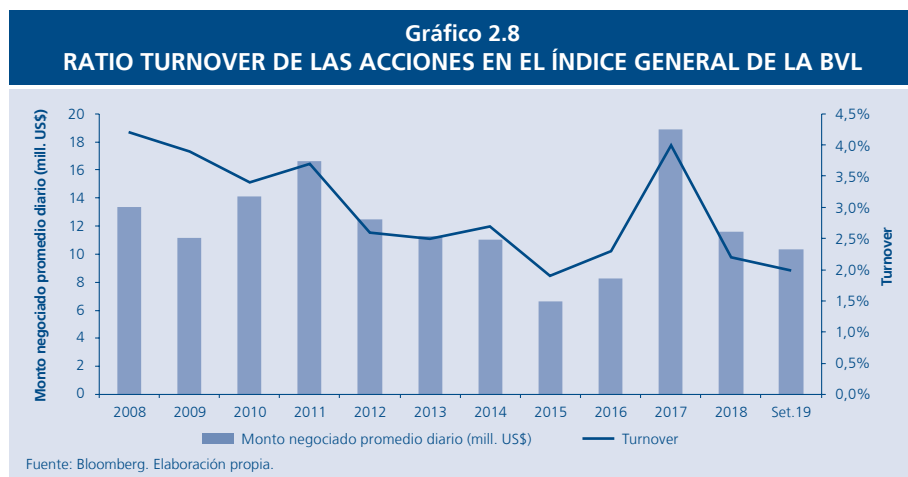


De una muestra de empresas no financieras que listan en la BVL, se observa que su indicador de rentabilidad registró una ligera disminución en el período enero-setiembre de 2019, respecto a similar período del año anterior (ROE pasó de 7,4% a 6,7%), principalmente por menores resultados de las empresas del sector minero e industrial. Esta reducción en la rentabilidad de las empresas no financieras ha venido acompañada de una reducción en su apalancamiento (el ratio de pasivo total sobre patrimonio disminuyó de 101,6% a 94,1% en los últimos doce meses), lo que refleja un comportamiento más prudente de las empresas ante un entorno de menor crecimiento de las ventas.



34. La baja liquidez aún sigue siendo una característica del mercado de acciones.

El monto negociado promedio diario de la BVL fue US\$ 10,3 millones en lo que va de 2019, cifra menor al de Colombia (US\$ 56 millones) y Chile (US\$ 168 millones). A setiembre de 2019, el ratio *turnover* es de 2%, cifra similar a la registrada en el 2015, cuando Perú estuvo en riesgo de ser reclasificado de mercado emergente a mercado frontera. Asimismo, los diez mayores emisores representan el 70% del total de capitalización del mercado, evidenciando un alto nivel de concentración.



Un factor que contribuye a la baja liquidez del mercado bursátil es la baja proporción de las acciones que están disponibles para su negociación (*free-float*). Así, del total de empresas que cotizan en la BVL, el 32,7% tiene un *free-float* menor al 10%⁹. Por otro lado, en setiembre de 2019, el *free-float* promedio de las acciones que forman parte del Índice General de la BVL fue 34,5%, menor al *free-float* registrado en Chile (46,1%) y Colombia (45,1%), manteniéndose estos niveles sin cambios significativos en los últimos cinco años.

A lo anterior se le añade el poco dinamismo de las acciones que forman parte de la cartera de los fondos de pensiones administrados por las AFP. Estos fondos tienen una participación relevante en la estructura accionaria de algunas empresas, la cual se ha mantenido relativamente estable en los últimos cinco años. Al poseer una cantidad relevante de acciones, para las AFP es difícil deshacerse de esa participación sin afectar significativamente el precio de las mismas. Esta estabilidad de las tenencias también se explicaría en parte por el horizonte de inversión de largo plazo que tienen los fondos de pensiones. Por lo tanto, es necesario evaluar medidas que permitan dar liquidez a estas tenencias.

- 35. El problema de gobierno corporativo de las empresas sigue siendo una limitante estructural para el desarrollo del mercado de acciones en particular y del mercado de valores en general.** De acuerdo con el Banco Mundial, la estructura corporativa del país, que se caracteriza por empresas familiares renuentes a abrir su capital a terceros y someterse al régimen de gobierno corporativo, dificulta cumplir con el perfil que se requiere para acceder al mercado de valores. Esto conlleva a la preferencia de las empresas (inclusive a aquellas que reunirían más fácilmente las condiciones para emitir en el mercado de acciones) por el financiamiento a través de préstamos bancarios y/o emisiones de deuda en el mercado de capitales, limitando así el crecimiento del mercado de acciones.

9 En este grupo se encuentran las AFP (registran un *free-float* de 0,01%).





Recuadro 4 GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS

Uno de los factores que limita el financiamiento de las empresas a través del mercado de valores está relacionado a la falta de cumplimiento de estándares mínimos de gobierno corporativo. Si bien las empresas peruanas no están obligadas a cumplir un estándar mínimo de gobierno corporativo, la SMV señala los principios de buen gobierno corporativo que deberían adoptar. El objetivo de estos principios es acrecentar una verdadera cultura de buen gobierno que promueva el desarrollo empresarial y mejore la percepción por parte de los inversionistas.

Las empresas que están inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores están obligadas a reportar su información financiera, su Memoria Anual y el Reporte Sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo¹⁰. Ello puede desincentivar a que algunas empresas opten por el mercado de capitales a través de ofertas públicas, ya que estas preferirían no revelar su información financiera o su memoria anual para que sus competidores no accedan a estos.

Los requisitos de transparentar la información al público sería un factor por el cual las empresas opten por financiarse con préstamos bancarios o a través de la emisión de bonos de oferta privada¹¹. Sobre esto último, si bien no existen estadísticas publicadas, el Banco Mundial estima que dichas emisiones representan tres veces el tamaño del mercado de las emisiones por oferta pública y son adquiridas por algunos inversionistas institucionales (empresas de seguros, *family offices*, fondos de inversión, entre otros).

Los esfuerzos por contar con información financiera de empresas con potencial para obtener financiamiento en el mercado de capitales local han tenido resistencia por parte de algunas de ellas. Por ejemplo, en 2011, para incentivar el ingreso de nuevas empresas al mercado de capitales, se dispuso que las sociedades cuyos ingresos anuales por venta o activos totales superiores a 3 mil Unidades Impositivas Tributarias (S/ 10 millones) debían remitir sus estados financieros auditados a la SMV con el objetivo de generar una central de balances (artículo 5 de la Ley N° 29720).

Esta disposición era positiva, ya que buscaba que las empresas se hagan conocidas en el mercado de capitales, con lo que se facilita la búsqueda de financiamiento de acuerdo a sus necesidades y proyectos. Sin embargo, un grupo de empresas presentó ante el Tribunal Constitucional una demanda de inconstitucionalidad contra el referido artículo, la cual se declaró fundada mediante sentencia del año 2016, por lo que la central de balances ya no se encuentra vigente.

En el caso de las empresas con valores listados en la BVL, no existe un estándar de requerimiento de divulgación de información sobre la situación financiera de las empresas y/o notas a los

10 En el mencionado reporte, las empresas deben responder sobre aspectos tales como Derechos de los Accionistas, Riesgos y Cumplimiento, y Transparencia de la Información. En particular, las preguntas referidas a transparencia buscan determinar si la empresa cuenta con una política de información para los accionistas, inversionistas y demás grupos de interés.

11 En el mecanismo por oferta privada, la información no se encuentra disponible al público, ya que el emisor brinda la información de forma directa a los inversionistas participantes.

estados financieros, lo que dificulta la comparación y análisis de las empresas. Esto involucra un mayor costo en el proceso de análisis de las inversiones, lo que complica la participación de los inversionistas minoristas.

En los últimos años se han tomado medidas para promover el gobierno corporativo de las empresas. Así, en el año 2018, la BVL, CAVALI y la SMV acordaron reducir sus comisiones en 90% para las acciones que conforman el índice bursátil de empresas con buen gobierno corporativo (IBGC). Sin embargo, a la fecha se observa un número reducido de empresas en dicho índice¹². Asimismo, desde el 1 de enero de 2019, es obligatorio que las empresas con acciones con derecho a voto inscritas en el RPMV, requieran de la aprobación del directorio para realizar transacciones entre partes vinculadas, para salvaguardar los intereses de los inversionistas minoristas.

De lo anterior, es importante que los accionistas propietarios y controladores mejoren el gobierno corporativo de sus empresas y superen la reticencia a revelar información financiera y los hechos de importancia del negocio al mercado. Así, deben considerar que, al mejorar la transparencia de la información al público y cumplir altos estándares de gobierno corporativo, se incrementa el valor de mercado de la empresa y con ello se reduce el costo de financiamiento, además de potenciar las posibilidades de crecimiento.

2.4 Inversionistas institucionales

Fondos Privados de Pensiones

36. **La cartera administrada por los fondos privados de pensiones obtuvo retornos positivos en lo que va del año, superando las pérdidas generadas en 2018.** Esta recuperación en el valor de los fondos de pensiones estuvo asociada a la evolución favorable de los precios de activos en los mercados internacionales y locales, aunque con mayor volatilidad en el último trimestre del año.
37. **El rendimiento de los fondos de pensiones se explicó principalmente por la revalorización de los activos de renta fija en un contexto de menores tasas de interés internacional y local.** En la cartera de BTP, por ejemplo, pese a que las AFP vendieron estos instrumentos por un monto nominal de S/ 2 200 millones en el mercado secundario en el año, el valor de esta cartera

12 En la actualidad 10 empresas forman este índice (Alicorp, BBVA Perú, Cementos Pacasmayo, Compañía de Minas Buenaventura, Credicorp, Engie Energía Perú, Ferreycorp, InRetail Perú Corp, Intercorp Financial Services y Rimac Seguros) y concentran el 60% del monto negociado de la BVL. Estas empresas cumplen con tener un nivel de liquidez mínimo, no haber tenido sanciones relacionadas a un mal gobierno corporativo y tener un alto puntaje en una encuesta a agentes del mercado acerca del gobierno corporativo de la empresa.





se incrementó ligeramente (S/ 408 millones), dado el aumento del precio de los BTP.

Cabe indicar que, durante 2019, el flujo de las inversiones en el exterior estuvo condicionado a la volatilidad de los mercados financieros internacionales, lo que resultó en que el ratio de la cartera invertida en el exterior sobre la cartera total administrada se mantuviera estable (44,6% a setiembre de 2019), por debajo del límite de 50%.

Cuadro 2.5
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA ADMINISTRADA POR LAS AFP
(MN en Millones de soles y ME en Millones de dólares)

	Dic.17		Dic.18		Set.19		Flujo			
	MN	ME	MN	ME	MN	ME	Set.19/Dic.18		Set.19/Dic.17	
							MN	ME	MN	ME
I. Inversiones domésticas	66 344	6 946	65 599	5 474	70 989	6 818	5 390	1 344	4 645	- 128
Gobierno	33 402	122	35 497	41	35 905	68	408	27	2 503	- 55
Depósitos en el Sistema Financiero	5 159	1 187	3 702	71	4 523	845	820	775	- 637	- 341
Bonos	11 632	2 181	11 779	1 905	15 277	1 804	3 498	- 102	3 645	- 377
Acciones	12 249	1 273	11 354	1 665	11 693	2 361	339	696	- 556	1 087
Fondos Mutuos y de Inversión	1 905	1 181	1 233	1 184	1 230	1 159	- 3	- 24	- 674	- 22
Otros 1/	1 996	1 002	2 034	609	2 361	582	328	- 28	365	- 420
II. Inversiones en el extranjero	151	20 870	24	20 262	32	22 272	8	2 010	- 119	1 402
Depósitos	5	205	2	92	12	380	10	287	7	174
Bonos	146	1 023	22	960	20	2 269	- 2	1 309	- 126	1 245
Acciones	0	90	0	36	0	13	0	- 23	0	- 77
Administradoras de Fondos	0	19 641	0	19 210	0	19 623	0	413	0	- 18
III. Operaciones en tránsito	- 449		982		- 239		- 1 222		209	
Cartera administrada	66 046	27 816	66 605	25 736	70 782	29 090	4 177	3 353	4 736	1 274
Total (en millones de soles)	156 087		153 414		169 192		15 779		13 105	
Total (% del PBI)	22,3		20,7		22,3					
<i>Inv. en el Exterior / Cartera Adm.</i>	<i>43,4%</i>		<i>44,6%</i>		<i>44,6%</i>		<i>0,0%</i>		<i>1,2%</i>	
<i>Dolarización de la cartera</i>	<i>57,7%</i>		<i>56,6%</i>		<i>58,2%</i>		<i>1,6%</i>		<i>0,5%</i>	
<i>Depósitos en el S.F. / Cartera Adm.</i>	<i>6,2%</i>		<i>2,8%</i>		<i>5,1%</i>		<i>2,4%</i>		<i>- 1,1%</i>	

1/ Incluye valores emitidos por sociedades tituladoras, de arrendamiento financiero, entre otros.
Fuente: SBS.

Empresas de Seguros

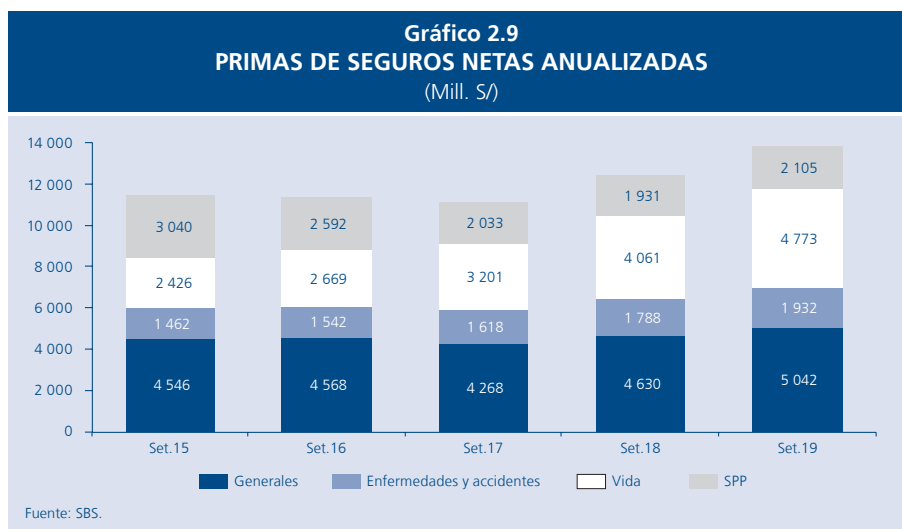
38. El portafolio de inversiones de las empresas de seguros siguió creciendo en los últimos 12 meses (12,8%), dado el crecimiento en la demanda de coberturas en los ramos vida y generales. El portafolio de inversiones se concentra en instrumentos de deuda (75,1%) e inversión inmobiliaria (6,9%), los cuales han obtenido retornos promedio superiores al 6%.

**Cuadro 2.6
CARTERA ADMINISTRADA POR LAS EMPRESAS DE SEGUROS**

	Estructura (% del saldo)						Saldo (mill. S/)	Rentabilidad anualizada de las inversiones promedio (%)
	Caja y depósitos	Deuda corporativa	Deuda soberana	Instrumentos de Capital	Inversión inmobiliaria	Otras inversiones		
Dic.17	4,2	46,5	28,3	7,6	7,5	5,9	36 005	6,84
Set.18	4,3	57,2	20,0	6,0	7,1	5,4	37 873	6,28
Dic.18	4,8	57,2	19,9	5,2	6,5	6,3	39 027	6,38
Set.19	7,7	55,9	19,2	4,9	6,9	5,4	42 707	6,81

Fuente: SBS.

La venta de seguros (primas netas) sumó S/ 13 853 millones (crecimiento anual de 11,6% a setiembre de 2019)¹³. Desde 2016, las primas de seguros de vida han mostrado un acelerado crecimiento, especialmente en los productos del ramo vida. En este ramo, las primas crecieron en 17,6%, impulsado por el segmento de Renta Particular (66,1%), el cual se ha visto favorecido en los últimos tres años por la promulgación de las leyes del Régimen de Jubilación Anticipada (Leyes N° 30425 y Ley N° 30478)¹⁴.



- 13 Sin embargo, la penetración de los productos de seguros es aún baja, dado que las primas netas solo representan el 1,8% del PBI.
- 14 Esta medida legislativa permitió a los afiliados del SPP que al cumplir los 65 años o que accedan a la jubilación anticipada, optar por el retiro de hasta el 95,5% del total del fondo disponible en su cuenta individual de capitalización (CIC).





En los últimos tres años, las empresas de seguros han venido ampliando su portafolio de productos de seguros, ofreciendo productos de Renta Particular¹⁵ que resultan más flexibles que los productos de rentas vitalicias del Sistema Privado de Pensiones (SPP). Además, las pólizas de Renta Particular compiten con los depósitos a plazo ofrecidos por el sistema financiero como opción de inversión para las personas naturales.

Los fondos captados a través de los productos de Renta Particular se invierten en instrumentos financieros de renta fija que respaldan las obligaciones de dichos productos. La gestión de estas inversiones considera el principio de calce de activos y pasivos y están sujetos a requerimientos prudenciales (reservas matemáticas y requerimientos patrimoniales) por parte de la SBS. No obstante, estos productos, que se encuentran en su etapa inicial de desarrollo, requieren una regulación más específica sobre las inversiones que respaldan estos productos a fin de reforzar la protección de los asegurados. En tal sentido, la SBS señala, en su Informe de Estabilidad del Sistema Financiero 2019-2, que viene elaborando una propuesta normativa para una mejor gestión de las rentas particulares (constitución de reservas matemáticas, tratamiento contable y valorización y gestión de las inversiones).

Fondos Mutuos

- 39. En lo que va de 2019, el patrimonio administrado por estos vehículos de inversión han retomado de crecimiento, en parte por la flexibilización de su normativa que ha contribuido a una mayor oferta de nuevos fondos.** Este crecimiento ha respondido a la prevalencia de nuevas fuentes de demanda de productos de inversión por parte del público (personas naturales y jurídicas). Esto sería el resultado de cambios normativos implementados en los últimos cuatro años. Se tiene, por un lado, la norma que permite a los afiliados retirar hasta el 95,5% de sus fondos de pensiones y, por otro, la norma tributaria que alentó la repatriación de capitales en 2017. Esta mayor demanda ha fomentado la estructuración de fondos más sofisticados para los partícipes.

En 2019 ingresaron 23 nuevos fondos mutuos (13 son fondos estructurados), con los cuales el número de fondos mutuos que operan en el mercado peruano se elevó a 172. Los nuevos fondos han incorporado 4 651 partícipes al mercado, recaudando cerca de S/ 1 240 millones.

15 Las pólizas de Renta Particular se adaptan al perfil y preferencias del asegurado, quien puede recibir una renta mensual hasta su fallecimiento (perpetuidad) o elegir el período por el que desea recibir una renta temporal (anualidad). Algunas modalidades permiten al asegurado elegir el porcentaje a recuperar de la prima invertida al final del período contratado, el derecho de los beneficiarios de percibir los pagos de las rentas no pagadas en caso de fallecimiento del titular asegurado, así como contratar una cobertura por sepelio.

Cuadro 2.7
ESTRUCTURA DE INVERSIONES DE LOS FONDOS MUTUOS POR TIPO DE ACTIVO
(Estructura %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Set.19
Bonos soberanos	11,4	7,4	5,6	2,6	1,0	0,7	0,9	0,9	0,7
CD BCRP	6,4	11,5	6,4	1,1	0,5	1,4	1,6	0,5	0,2
Depósitos	50,2	53,6	63,5	63,2	55,8	54,1	51,1	41,7	42,6
Renta Fija	19,9	14,9	11,7	8,2	7,2	5,1	4,2	9,5	9,3
Fondos de Inversión	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,0	1,9
Acciones	7,0	4,8	3,7	2,4	1,3	1,7	1,8	0,7	0,7
Exterior	5,1	7,8	9,0	22,3	34,1	36,8	40,5	44,6	44,8
Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (mill. US\$)	5 028	7 030	5 907	6 286	6 181	7 556	9 158	8 851	10 005

Fuente: SMV.

En 2018, se realizaron modificaciones al Reglamento de Fondos Mutuos, entre las que destacan las siguientes: i) se introduce la definición de Agente Colocador y Promotor¹⁶; ii) la sociedad administradora podrá contratar un Gestor Externo para realizar funciones de inversión y pertenecer al comité de inversiones; iii) se reduce el número requerido de partícipes para el inicio de operaciones de un fondo, de 50 a 30 (a 10, si el fondo mutuo está dirigido exclusivamente a inversionistas institucionales); iv) se aumenta el nivel máximo de endeudamiento de un fondo mutuo, de 10% a 20% del patrimonio neto; y v) se reduce el capital mínimo de la sociedad administradora, de 0,75% a 0,02% del patrimonio total administrado. Estas medidas apuntan a mejorar la competitividad de los fondos mutuos y a incrementar la flexibilidad de sus inversiones.

Fondos de Inversión

- 40. Los fondos de inversión¹⁷ de oferta pública continúan siendo una fuente de financiamiento atractiva para las empresas.** Los fondos de inversión tienen una participación cada vez mayor en el financiamiento de las empresas peruanas y como oferentes de diversos instrumentos financieros. Este tipo de fondos, que se ha venido expandiendo principalmente en términos de volumen (creciendo a

16 Agente Colocador es una persona jurídica contratada por la sociedad administradora para realizar la distribución de cuotas (esto permitirá que el colocador pueda vender cuotas de diferentes fondos mutuos e inclusive extranjeros). El Promotor es una persona natural contratada por la sociedad administradora o el agente colocador, y realiza labores de promoción para la distribución y venta de los productos de los fondos mutuos.

17 Los fondos de inversión representan inversiones de patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en operaciones financieras y otros activos. Los fondos de inversión pueden ser administrados por Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI), que se encuentran bajo supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y por Sociedades Gestoras que no están bajo la supervisión de la SMV y tienen como fin administrar fondos cerrados colocados por oferta privada.





una tasa promedio de 9% anual en el último quinquenio), tiene un alto potencial de desarrollo dado su aún bajo nivel de profundidad (representa el 12,8% de los fondos mutuos y el 2,6% del portafolio administrado por los fondos de pensiones).

- 41. En los últimos tres años, los fondos de inversión crecieron principalmente por una mayor demanda de fondos sobre derechos de acreencias, destacando los fondos que participan en préstamos sindicados y los que adquieren cuentas por cobrar de las empresas (*factoring*).** Estos últimos representan el 32,8% del total de los fondos de inversión y se han destinado a la inversión en facturas negociables y préstamos para capital de trabajo (entre ellos, el Fondo de Inversión en Acreencias de Compass Group SAFI y los Fondos de Inversión Senior Private Loan de BD Capital SAFI).

Cuadro 2.8 PATRIMONIO ADMINISTRADO POR FONDO DE INVERSIÓN DE OFERTA PÚBLICA (Estructura participativa en %)						
	2014	2015	2016	2017	2018	Set.19
Derechos Sobre Acreencias	21,5	19,5	19,6	23,2	28,6	32,8
Fondo de Inversión Mobiliario	11,7	11,3	17,8	19,4	19,3	22,4
Fondo de Inversión Inmobiliario	21,7	26,9	20,8	26,1	22,1	15,7
Fondo Leasing Operativo	31,5	30,8	29,8	23,7	18,9	15,0
Otros (Fondo Forestal, Estructurado, Renta fija, Inst. de Deuda)	13,6	11,6	12,1	7,7	11,1	11,6
Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (mill. US\$)	818	868	962	1 098	1 160	1 278

Fuente: SMV.

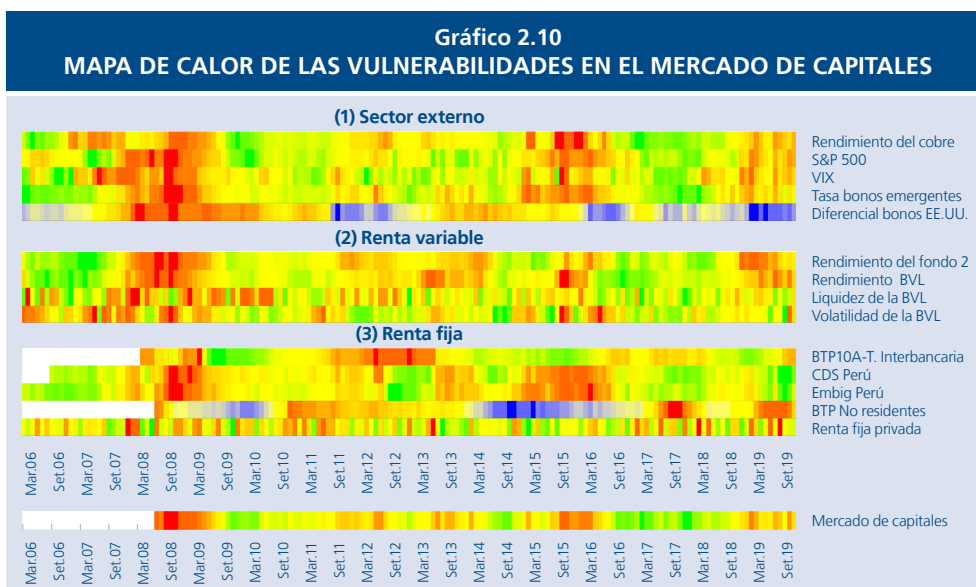
La amplia gama de los fondos de inversión, en general, permite que se adapten a las distintas necesidades de financiamiento de las empresas, atrayendo recursos principalmente de los fondos de pensiones locales.

2.4 Balance de riesgos del mercado de capitales

- 42. El mapa de calor para el mercado de capitales identifica la aparición de algunos episodios de alerta en el sector externo y en el mercado de renta variable durante 2019.** Estas señales están asociadas a las continuas tensiones comerciales entre EUA y China, así como los riesgos de desaceleración de las economías desarrolladas (se registró una pendiente negativa en la curva de rendimientos de los bonos del tesoro de los Estados Unidos), lo que ha generado que las principales economías desarrolladas implementen una política monetaria expansiva.

En la sección Sector Externo del mapa de calor, se aprecia que el índice S&P 500 muestra una tendencia creciente, aunque en un contexto de recurrente volatilidad (medido a través del índice VIX, que tuvo una tonalidad naranja en el tercer trimestre

de 2019). El mejor desempeño del S&P 500 (retorno de 18,3% en lo que va del año) es explicado, en parte, por la recuperación económica en el primer semestre del año y por los resultados corporativos favorables. Asimismo, se observa que la evolución del precio de los *commodities* fue desfavorable en 2019. En particular, el precio del cobre viene retrocediendo desde 2018, coincidiendo con el inicio de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China.



Además, el mapa de calor muestra que la curva de rendimientos de los bonos del tesoro de los Estados Unidos (variable Diferencial Bonos EUA) registra una pendiente negativa que se ha ido intensificando durante 2019, representando una fuente de riesgo (tonalidad azul). Al respecto, los estudios señalan que la forma invertida de la curva de rendimientos anticipó subsecuentes recesiones, lo que ha generado temores sobre una desaceleración económica en los próximos trimestres. Asimismo, la forma de la curva anticipa potenciales reducciones en las tasas de interés por parte de la FED. En este contexto, las tasas de interés podrían permanecer en niveles bajos por periodos prolongados, lo cual acota las opciones de implementar políticas monetarias más expansivas en futuros episodios de estrés financiero.

Asimismo, las menores tasas de interés de largo plazo a nivel internacional y su prolongación en el tiempo podrían imponer potencialmente nuevos desafíos a los inversionistas institucionales, como las AFP en su gestión de portafolio, ante la búsqueda de activos con mayores rendimientos.

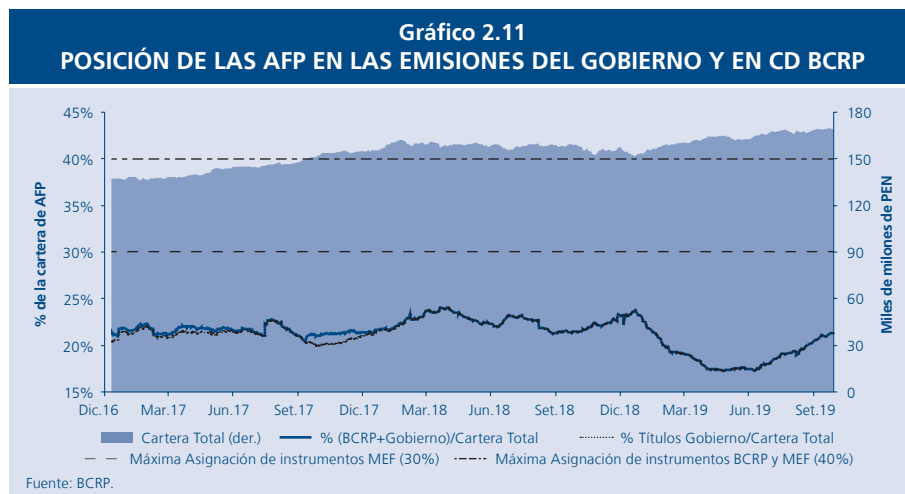
En la sección Renta Variable del mapa de calor, se observa episodios de mayor volatilidad, ligados al avivamiento recurrente de las tensiones comerciales, lo que se evidencia en las variables Rendimiento de la BVL y su volatilidad durante el tercer trimestre de 2019. No obstante, estos eventos de riesgos han sido moderados.





Por otro lado, la sección Renta Fija del mapa de calor muestra que la participación significativa de inversionistas no residentes en el mercado de bonos soberanos peruanos (que pasó de 44% en diciembre de 2018 a 54% en junio de 2019) podría ser una fuente de vulnerabilidad, en la medida en que una mayor aversión al riesgo reduzca las tenencias de BTP de los inversionistas no residentes. Sin embargo, dichas tenencias registraron una reducción en el tercer trimestre (la participación de las tenencias de no residentes alcanzó 50% en setiembre de 2019), lo cual se refleja en una mejora en el riesgo asociado a este indicador en el mapa de calor, el cual pasó a una tonalidad amarilla.

Las AFP podrían desempeñar un rol estabilizador frente a episodios de volatilidad en los mercados financieros que tiendan a reducir las tenencias de los inversionistas no residentes en los BTP, ya que cuentan con un margen para adquirir estos activos¹⁸. La venta de títulos públicos por parte de las AFP en el último semestre les ha permitido acumular liquidez que potencialmente podrían utilizar para comprar los valores liquidados por los inversionistas no residentes. A la fecha, las AFP mantienen títulos del gobierno que representan el 21% del portafolio de los fondos de pensiones (siendo 30% su límite regulatorio).



43. La liquidez del mercado de capitales doméstico se mantiene estructuralmente baja, especialmente en el mercado bursátil, lo que podría acarrear una reclasificación de la Bolsa de Valores de Lima por parte de la MSCI y afectar el precio de los valores transados en dicho mercado.

El potencial impacto de una reclasificación de la BVL de mercado emergente a mercado frontera por parte de la MSCI sería significativo. En este escenario se prevé

18 Las AFP están sujetas a límites operativos máximos para inversión en instrumentos emitidos por el Estado Peruano (30% de su cartera total) y para el agregado de instrumentos del BCRP y del Estado (40% de su cartera total).

un riesgo financiero y de tipo de cambio relevante, asociado a la salida de los inversionistas institucionales globales que asignan sus portafolios de inversión en mercados emergentes de acuerdo a los índices de MSCI. Ello podría generar presiones depreciatorias sobre la moneda doméstica y además impactaría adversamente a la bolsa de valores local.

Específicamente, se ha observado que las acciones que listan en bolsas clasificadas como emergentes por la MSCI se negocian a múltiplos significativamente superiores en comparación con las que se encuentran listadas en bolsas clasificadas como mercado frontera.

A pesar de las diversas medidas implementadas, la bolsa local aún tiene una baja liquidez en comparación con otros mercados emergentes. Además, su desempeño está altamente correlacionado con los precios de los minerales, lo que lo hace altamente cíclico y vulnerable a factores externos.

En ese sentido, con el objetivo de mejorar la liquidez de la BVL, en octubre se amplió el plazo de exoneración del pago de impuesto a la renta para las ganancias en la BVL hasta 2023, considerando requisitos de liquidez más estrictos para acceder a dicho incentivo tributario¹⁹. Otra medida para incrementar la liquidez del mercado ha sido la mejora del proceso de negociación de las operaciones de préstamo de valores. Este procedimiento, luego de un desarrollo de dos años, se encuentra operativo desde marzo de 2019. Esto permitirá que las tenencias de acciones de los fondos de pensiones privados puedan ser negociadas por inversionistas locales e internacionales.

No obstante, esfuerzos adicionales son necesarios para alcanzar un mercado de capitales más profundo y líquido, lo cual permitirá que este mercado cumpla a cabalidad su rol de ser una fuente alternativa de financiamiento al crédito del sistema financiero. En tal sentido, en el Recuadro 5 se presenta algunas propuestas que apuntan a identificar oportunidades de mejora para el desarrollo del mercado de capitales.

19 Se ha elevado el monto negociado diario requerido (de 4 a 6 Unidades Impositivas Tributarias) para que una acción cumpla con el requisito de presencia bursátil.





Recuadro 5 PROPUESTAS PARA PROMOVER EL MERCADO DE CAPITALES

Las siguientes propuestas apuntan a atender los problemas de poca profundidad y baja liquidez identificados en el mercado de capitales peruano, y para impulsar su desarrollo de tal manera que el mercado de capitales se convierta en una alternativa viable de financiamiento de las empresas. Estas propuestas están basadas en las recomendaciones prioritarias de la Hoja de Ruta para el Desarrollo del Mercado de Capitales del Banco Mundial (BM) referidas al financiamiento de las empresas. También se incluye medidas adicionales para dinamizar el mercado de deuda pública.

Para mejorar la liquidez del mercado de bonos soberanos:

Promover el desarrollo de las operaciones de reporte y préstamo de valores. A la fecha, las operaciones de reporte con BTP generan costos de transacción al tratarse como dos operaciones separadas (venta del valor y la recompra del mismo) que duplican la comisión cobrada. Por ello, los bancos realizan estas operaciones con los valores del banco central, dado que en ese caso no se generan estos costos. Con respecto a los préstamos de valores, no se ha efectuado operación alguna a la fecha. El desarrollo de estas operaciones requeriría el apoyo coordinado entre las entidades participantes, tales como el MEF, los bancos, CAVALI, entre otros, tal como se hizo para las operaciones de préstamos de valores con instrumentos de renta variable. Esto mejoraría la gestión de inventarios de los BTP de los bancos e inversionistas.

Promover la formación de la parte corta de la curva de rendimientos. El desarrollo del mercado de renta fija requiere de una curva de rendimiento de referencia continua, líquida y con información en todos los tramos de la misma. La disponibilidad de puntos de referencia ha mejorado con la emisión de bonos soberanos bajo formatos según estándares internacionales como la participación de Euroclear en el proceso de emisión. Sin embargo, es necesario completar los puntos para el tramo corto de la curva de referencia.

Para promover el ingresos de nuevos emisores:

Establecer un programa de preparación y acompañamiento de empresas. Este programa debería contar con tres componentes: Uno dirigido a las empresas para su evaluación y capacitación, otro para los inversionistas y que les permita conocer a las empresas idealmente por vía de información estandarizada y, finalmente, un mecanismo para unir la oferta y la demanda de una manera eficiente, como podría ser una plataforma electrónica. En tal sentido, se podría tomar como referencia el Programa ELITE, implementado en el Reino Unido en 2012 y que prepara a las empresas en aspectos tales como gobierno corporativo y prácticas contables y financieras que les permitan cumplir con los requisitos necesarios para acceder al mercado de valores.

Fortalecer el rol del Fondo Crecer (incluyendo mecanismos de garantía crediticia). El Fondo Crecer podría ofrecer garantías para reducir el riesgo de crédito asumido por los inversionistas en los productos de titulización de deuda de las pequeñas y medianas empresas (incluyendo el MAV, para lo cual se requiere un cambio de su regulación). Es importante que

estos recursos se destinen a financiar nuevos sujetos de créditos y no solo a reducir el costo de financiamiento de las empresas ya bancarizadas.

Aprobar el marco legal para el financiamiento participativo. Es necesario regular el financiamiento participativo, a fin de que sea un mecanismo para que las empresas puedan acceder a fuentes de financiamiento alternativas al sistema financiero.

Reducir el proceso de inscripción de las emisiones bajo la modalidad de oferta pública para estructuras de deuda más complejas. Para las estructuras de deuda más complejas, como las titulaciones, el procedimiento de registro bajo oferta pública presentaría algunas dificultades, ya que en algunos casos el procedimiento de inscripción puede demorar más de un mes por las observaciones a la que pudiera estar sujeta el expediente. Por lo tanto, acortar los plazos de autorización en el proceso de inscripción en el mercado local de estas estructuras incrementaría su potencial como fuente alternativa de financiamiento para las empresas (frente al crédito bancario).

Revisar la normativa tributaria para eliminar asimetrías no justificadas. Actualmente existen tratamientos tributarios diferenciados que pueden estar afectando el desarrollo del mercado de valores. El BM señala que se debería homologar el tratamiento tributario del IGV para las empresas que acceden al financiamiento del sistema financiero y del mercado de capitales, donde los créditos están exonerados, mientras que las emisiones pagan IGV. Una eventual homologación tributaria entre el sistema financiero y el mercado de capitales nos acercaría a las experiencias de Chile y Colombia, socios de Perú en la Alianza del Pacífico y podría conllevar a una mayor oferta de financiamiento para las MIPYMES.

Para mejorar el gobierno corporativo:

Mejorar el marco de gobierno corporativo y manejo de conflictos de interés de los emisores. La SBS ya ha establecido requerimientos mínimos de gobierno corporativo para las empresas supervisadas, como la participación de un porcentaje mínimo de directores independientes. Asimismo, este año la SMV introdujo los lineamientos (requisitos mínimos) para calificar como director independiente y realizó cambios para fortalecer el gobierno corporativo de sus supervisadas (obligación de tener directorio, separación de la función de gerente general y presidente de directorio en personas distintas, número mínimo de directores independientes y contar con una web corporativa con información sobre la empresa).

En el caso de las empresas emisoras del mercado de valores, a la fecha solo se cuenta con principios que promuevan un buen gobierno corporativo. Por ello, es relevante promover que las empresas adopten estándares mínimos de gobierno corporativo. En esta línea, el Perú ha solicitado su adhesión a la comisión de Gobierno Corporativo de la OECD, con miras a adecuar el marco regulatorio a los estándares de la OECD.

Para mejorar los mecanismos de formación de precios:

Implementar mecanismos para facilitar que las SAB realicen actividades de formación de precios. Actualmente la participación de creadores de mercado es muy limitado. Las SAB





enfrentan desincentivos para mejorar la liquidez de las acciones de las empresas, puesto que la baja negociación de los instrumentos les impone mayores requerimientos de capital y una sobrecarga en el manejo de inventarios. El BM señala que la BVL debe seguir trabajando en asegurar que la venta corta y el préstamo de valores sean factibles de ser realizados, dado que ambos tipos de operaciones son esenciales para el buen funcionamiento de los creadores de mercado.

Adoptar medidas que ayuden a transparentar los potenciales conflictos de interés de los conglomerados financieros. De acuerdo al BM, estos conflictos restan eficiencia a la formación de precios de los activos que estarían conduciendo a que las empresas de mayor tamaño se financien en los mercados internacionales. Además, la existencia de una estructura cerrada en la distribución de productos de inversión por parte de los conglomerados financieros dificulta el desarrollo de operadores independientes para ofrecer productos alternativos (por ejemplo, la banca es el distribuidor de los fondos mutuos del grupo financiero). Por tanto, es necesario evaluar medidas regulatorias que ayuden a diferenciar los intereses de los participantes (aun cuando pertenezcan al mismo grupo financiero) y a mejorar la transparencia de la información a fin de evitar potenciales conflictos de interés.

Para ampliar la base de inversionistas minoristas:

Mejorar la protección del accionista minoritario. En esta línea, se ha venido tomando medidas para reforzar esta protección. Desde el 1 de enero de 2019, es obligatorio que las empresas con acciones con derecho a voto inscritas en el RPMV requieran de la aprobación del directorio para realizar transacciones entre partes vinculadas. En esta línea, se pueden considerar otras medidas tales como las aplicadas en otros países (EUA, Canadá y Chile), donde el regulador publica periódicamente las transacciones de compra y venta de acciones entre partes vinculadas para contribuir a la transparencia y protección de inversionistas minoristas.

Implementar un pilar de ahorro previsional voluntario abierto y competitivo. El BM señala que se debe promover la creación de un pilar de ahorro previsional voluntario (APV) dinámico, masivo y competitivo que tenga como objetivo fundamental aumentar el ahorro previsional y mejorar las tasas de reemplazo esperadas del sistema de pensiones. Sin embargo, medidas que apunten al sistema previsional deben tener una discusión más amplia. Para tal fin, ya se creó por ley una comisión multisectorial que evaluará la reforma integral del sistema previsional.

Establecimiento de programas de atracción de inversionistas minoristas por vía de instrumentos de inversión en deuda de gobierno. El BM indica que los inversionistas minoristas no tienen un rol activo como participantes directos en el mercado de deuda soberana (en conjunto, las personas naturales tendrían menos del 1% de los valores del gobierno), por lo que otras experiencias internacionales podrían servir como referencia. Por ejemplo, el programa que tiene el Tesoro Público de España, para la compra a través de la plataforma www.elijo.tesoro.es de papeles públicos por montos que parten en los 1 000 euros, ofrece la modalidad de tener una cuenta directa que evita tener que pasar por un intermediario financiero que se puede abrir directamente vía Internet o en una de las oficinas de Banco de España. En esa misma línea, en México las personas naturales pueden adquirir directamente los valores del gobierno, sin

incurrir en las comisiones de los intermediarios, a través de las ventanillas del Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros (BANSEFI) o por contratación directa, vía teléfono o Internet (Programa "Cetes Directo") desde montos de 100 pesos mexicanos.

Mayores esfuerzos para educación financiera. La implementación de un programa a nivel nacional de educación financiera desde los colegios contribuiría a difundir y expandir la participación de inversionistas minoritarios en el mercado de valores. Este programa debería contar con la participación activa del sector privado que participa en el mercado de capitales (BVL, SAB, inversionistas institucionales, entre otros).

Referencias:

Banco Mundial (2019), "Documento de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta para fortalecer el rol del mercado de valores peruano de cara al financiamiento del sector corporativo", disponible para descargar en https://www.smv.gob.pe/Uploads/Peru-Documento_de_apoyo_para_la_hoja_de%20ruta-VF_aprobada.PDF

Banco Mundial (2019), "Diagnóstico de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta del mercado de valores de cara al financiamiento del sector corporativo", disponible para descargar en https://www.smv.gob.pe/Uploads/Peru-Diagnostico_del_MV-VF_aprobada.pdf

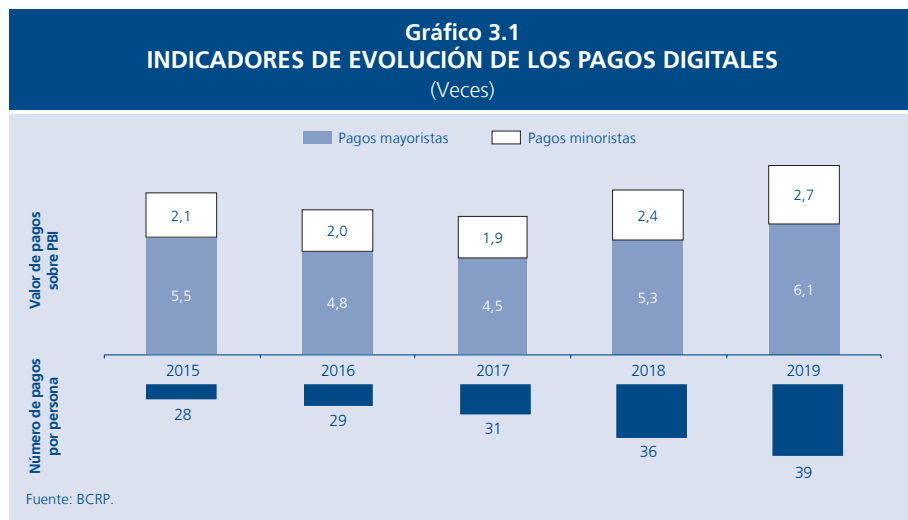




III. SISTEMAS DE PAGOS

- 44. Las transferencias digitales de fondos mantienen una rápida tendencia creciente.** Ello se puede observar en el aumento del ratio de pagos respecto del PBI, tanto mayorista como minorista, y del número de pagos digitales respecto de la población adulta, indicadores que se vienen incrementando en los últimos años.

En ese contexto, se distingue dos importantes áreas de avance en los pagos digitales; por un lado, se tiene el desarrollo de innovaciones en pagos minoristas, que favorece la eficiencia y la inclusión y, por el otro, el continuo fortalecimiento de la seguridad de los sistemas de pagos, lo que brinda mayor confianza a los usuarios.



1.1 Sistemas de Pagos Sistémicos (SIPS²⁰)

- 45. En los últimos 12 meses a setiembre de 2019, las transferencias en los SIPS continuaron su tendencia de rápido crecimiento.** Los SIPS registraron un crecimiento significativo en valor (9,9%) y en el número de operaciones (25,4%), respecto a similar periodo del año anterior, debido al mayor dinamismo observado en las transferencias de fondos en los Sistemas LBTR y CCE.

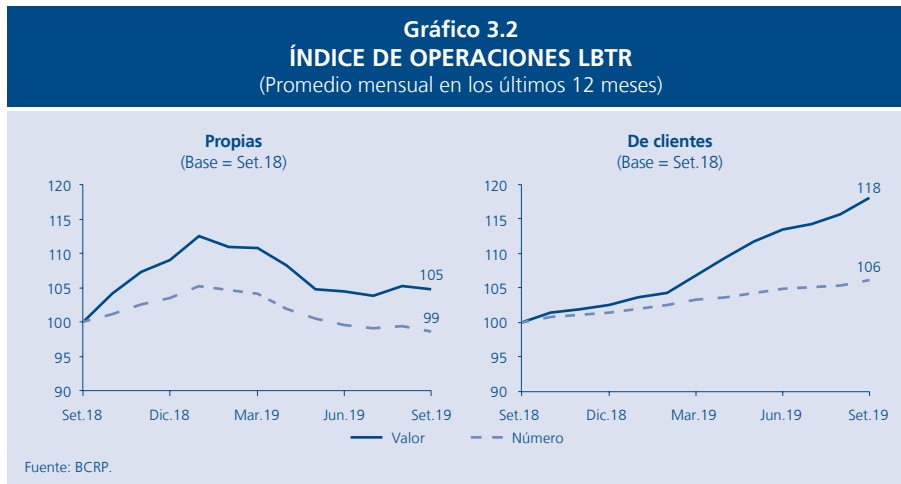
20 Comprende Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), Cámara de Compensación Electrónica (CCE) y Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV).

Cuadro 3.1 SISTEMAS DE PAGOS (Promedio diario en los últimos 12 meses)*						
	Set.18		Set.19		Var. %	
	Valor	Número	Valor	Número	Valor	Número
Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)	339 953	78	373 342	81	9,8	3,6
Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)	7 292	13	7 591	8	4,1	-32,6
Cámara de Compensación Electrónica (CCE)	21 501	2 395	24 342	3 027	13,2	26,4
TOTAL	368 746	2 486	405 275	3 116	9,9	25,4

* Valor expresado en millones de soles. Número expresado en miles de operaciones.
Fuente: BCRP.

LBTR

46. **El crecimiento del Sistema LBTR se basó principalmente en el aumento de las transferencias de clientes de las empresas del sistema financiero (ESF).** Las operaciones de clientes de las ESF, que representan el 41% del valor total de transferencias en el Sistema LBTR, mantienen una tendencia creciente (18%), reflejando el mayor uso de dicho sistema para las transacciones del sector real de la economía. Por su parte, el valor de las operaciones propias de las ESF registró un menor crecimiento en valor (5%), aunque la tendencia del número de operaciones en el año ha sido descendente, debido a la menor compra y venta de moneda extranjera.



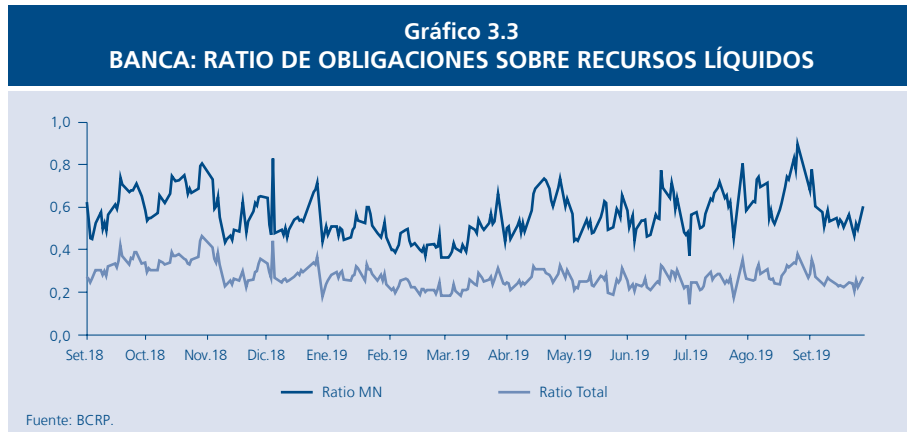
47. El riesgo de incumplimiento de pagos en el Sistema LBTR no es significativo. La banca mantiene una amplia capacidad para hacer frente a sus obligaciones en ambas monedas. Al respecto, el ratio total de obligaciones sobre recursos líquidos²¹

21 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.

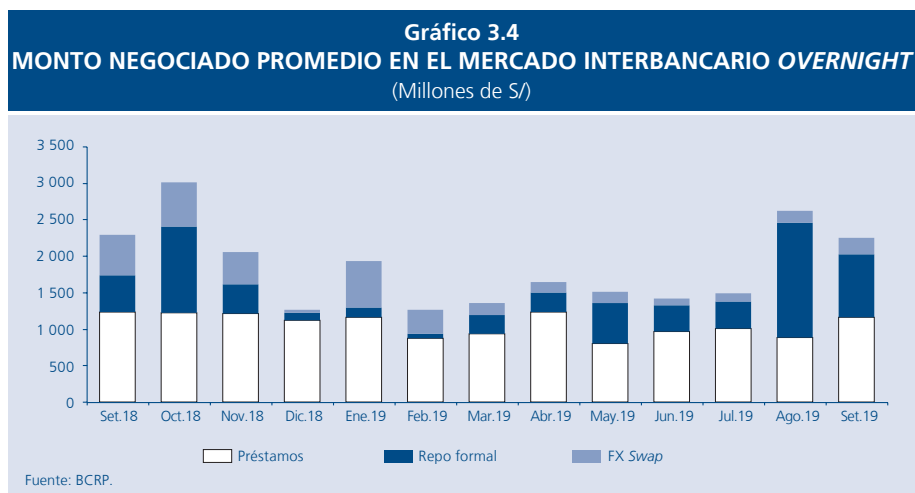




se mantuvo en un bajo nivel (ver Gráfico 3.3), mientras que el ratio en moneda nacional se incrementó levemente a fines de agosto, pero retornó a niveles normales durante setiembre.



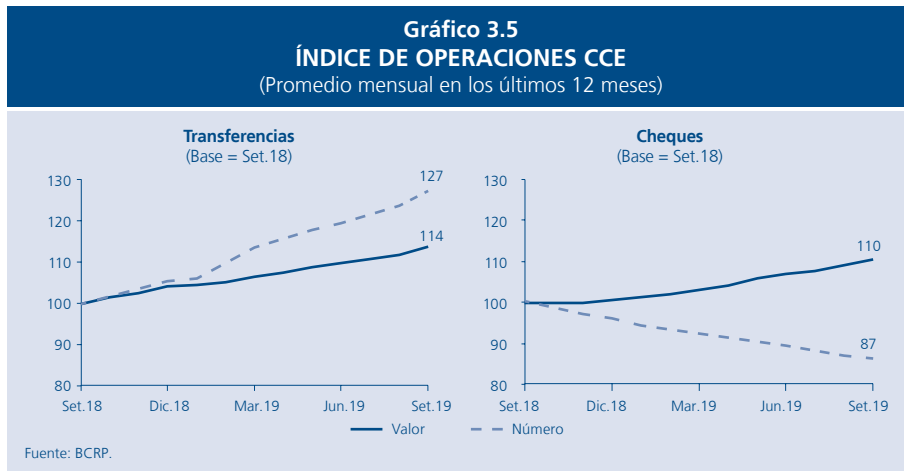
- 48. La digitalización del proceso de operaciones interbancarias de reporte con valores del BCRP, implementada en el segundo semestre de 2019, ha promovido las operaciones de financiamiento entre las ESF.** El BCRP ha implementado un sistema que permite conectarse de manera electrónica a los participantes del Sistema de Liquidación de Valores del BCRP, para que se les facilite el registro de las operaciones de reporte que realizan entre ellos, utilizando a los CD-BCRP como colateral. Ello ha fortalecido la política monetaria y la estabilidad financiera, ya que se logra una mejor asignación de la liquidez en el mercado de dinero.



- 49. El BCRP viene fortaleciendo su capacidad para afrontar potenciales eventos extremos.** En el mes de octubre se llevó a cabo un ejercicio con otras autoridades y con representantes de la banca para evaluar un caso de ciberataque con la finalidad de coordinar mejor la respuesta y la continuidad de operaciones en este contexto.

CCE

50. **El crecimiento del Sistema CCE se basó principalmente en la tendencia creciente de las transferencias de crédito.** En el período de análisis (ver Gráfico 3.5), las transferencias de crédito, que han registrado un crecimiento significativo, representan en la CCE el 57% del valor y el 77% del número de operaciones²².



51. Las transferencias ordinarias, realizadas entre personas naturales, tienen la mayor participación, seguidas de las transferencias a proveedores, ligadas a operaciones del gobierno. Cabe destacar el crecimiento del valor y número de operaciones de las transferencias con costo nulo para el usuario (TIN Especial), que representan el 13% del total de transferencias de crédito. Al respecto, no todas las ESF participan en este tipo de transferencia, lo que limita su aplicación.

Cuadro 3.2
VALOR Y NÚMERO DE TRANSFERENCIAS DE CRÉDITO EN LA CCE
(Promedio Mensual en los últimos 12 meses)*

	Set.18		Set.19		Var. %	
	Valor	Número	Valor	Número	Valor	Número
Ordinarias	6 093	611	7 041	743	15,5	21,5
Proveedores	4 805	570	5 355	728	11,5	27,7
Haberes	816	375	938	413	14,9	10,2
TIN Especial	22	155	40	301	80,8	94,2
Pago de Tarjetas de Crédito	555	128	585	153	5,4	19,3
CTS	10	4	13	6	30,2	38,2

* Valor expresado en millones de soles. Número expresado en miles de operaciones.
Fuente: CCE.

22 Las transferencias de crédito a través de la CCE tienen un límite prudencial de S/ 310 mil o US\$ 60 mil por transacción, por tratarse de un sistema de pagos donde se procesan operaciones de bajo valor. Las transferencias de alto valor se realizan a través del Sistema LBTR, en el cual las operaciones no tienen límite de monto y se procesan en tiempo real.

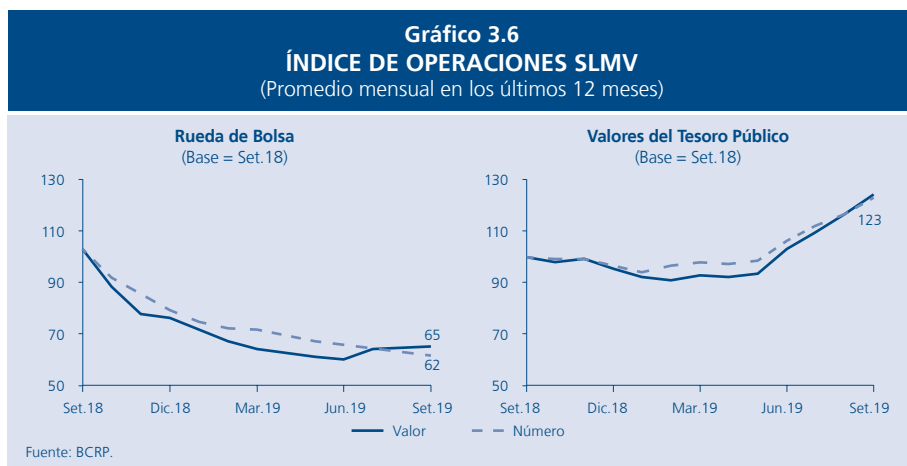




- 52. Las Transferencias Inmediatas, que permiten a los clientes contar con los fondos en tiempo casi real, también han venido creciendo aceleradamente.** Durante el periodo aumentaron rápidamente en valor (66,7%) y en número (99,6%), alcanzando el 12% de la participación en las operaciones de la CCE.
- 53. En contraste, continuó la reducción del número de operaciones con cheques.** Así, la participación de los cheques en las operaciones en la CCE cayó del 15% al 11%. Sin embargo, el valor de operaciones con cheques se incrementó en 10%, representando el 40% del total en la CCE, lo que refleja la importante participación de los cheques de alto valor.

SLMV

- 54. El Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) registró una caída significativa en el número de operaciones, ligada a la reducción de operaciones en Rueda de Bolsa en el periodo.** El menor dinamismo en el mercado secundario de acciones, que representa el 82% del número total de operaciones en el SLMV, explicó la reducción en 39% de las operaciones en Rueda de Bolsa (ver Gráfico 3.6). Por su parte, las operaciones con Valores del Tesoro Público se incrementaron en valor y en número en alrededor de 20%.



Recuadro 6
SUPERVISIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGOS - AÑO 2018

Con el objetivo de fortalecer la seguridad y eficiencia de los Sistemas de Pagos, el BCRP llevó a cabo sus actividades de supervisión del Sistema LBTR, administrado por el BCRP; al Sistema de Compensación y Liquidación de cheques y de otros instrumentos compensables, administrado por la Cámara de Compensación Electrónica (CCE), al Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (Sistema SLMV), administrado por Cavali y al Sistema de Liquidación de Valores BCRP (SLV-BCRP), administrado por el Banco Central. Las actividades de supervisión comprenden el monitoreo de los sistemas, las visitas *in situ* a los administradores, las autoevaluaciones anuales, la Encuesta de Satisfacción de sus Participantes y las reuniones y coordinaciones con los administradores de los sistemas.

MEJORAS IMPLEMENTADAS

A. Sistema LBTR

- a. Acceso: Se conectó la CMAC Huancayo vía Cliente Web LBTR. El ICBC y el JP Morgan implementaron el servicio *Web Service* para conectarse al Sistema LBTR.
- b. Nuevos servicios: El BCRP viene coordinando con la CCE i) el diseño de la Liquidación de Cheques de Alto Valor directamente en el Sistema LBTR y ii) la ampliación del servicio de Transferencias Inmediatas a 24x7. Está previsto el desarrollo de la automatización del servicio de transferencias del exterior.
- c. Administración de riesgos y Ciberseguridad: Desde 2013 se viene obteniendo la certificación en seguridad de la información del proceso "Gestión del Sistema LBTR" (ISO/IEC 27001-2013). Se viene adoptando medidas para mitigar los riesgos extremos.
- d. Continuidad y Gestión de Contingencias: Se llevaron a cabo diversas pruebas de continuidad operativa en el Sistema LBTR que tuvieron resultados satisfactorios. Se realizaron (i) operaciones desde el Centro Alterno de Operaciones (CAO): transferencias interbancarias, la liquidación de las operaciones de la CCE y procesos manuales de liquidación, y (ii) pruebas de acceso remoto para la apertura y operaciones del sistema.

B. Sistema CCE

- a. Nuevos servicios: El servicio de transferencias inmediatas fue implementado por MiBanco y por el Banco de Comercio. Asimismo, continúa el proceso de migración a una nueva plataforma tecnológica iniciada en 2017 (Vocalink⁷ en reemplazo de Telefónica).
- b. Administración de riesgos: La CCE llevó a cabo un análisis de Ethical Hacking para mejorar la ciberseguridad en sus servicios. Dicho análisis incluyó la evaluación de Infraestructuras Tecnológicas (servidores y aplicaciones) y de comunicaciones (Red LAN de la CCE).





c. Continuidad: La CCE realizó seis pruebas de continuidad de negocio: (i) dos simulacros de contingencia, (ii) dos simulacros de contingencia extrema y (iii) dos simulacros de contingencia de la constitución de garantías de las transferencias inmediatas. Asimismo, llevo a cabo satisfactoriamente dos activaciones programadas del centro de respaldo.

C. Sistema SLMV

a. Nuevos servicios: Cavali estudia la factibilidad de la implementación de una Entidad de Contrapartida Central en Perú, evaluando el modelo de negocio, la gestión de garantías, la estructura legal e inversión. Asimismo, con el objetivo de diversificar sus productos y buscar nuevos segmentos, Cavali viene impulsando el registro de la factura negociable y la emisión electrónica de letras de cambio y de pagarés.

b. Administración de riesgos: Cavali incorporó el marco para la gestión de riesgos del negocio en su Manual de Riesgos Financieros, mejorando la gestión de riesgos asociados a la estrategia de negocio, los flujos de caja y los gastos operativos. Además, mantiene actualizada una lista de proveedores críticos y cuenta con una estrategia de ciberseguridad, la cual cubre riesgos asociados al robo de información, interrupción de servicios críticos y eliminación y manipulación de datos críticos.

c. Continuidad: Cavali elaboró una política que regula la evaluación de riesgos en otras jurisdicciones como requisito previo para contratar y para hacer seguimiento a los cambios que puedan darse en el tiempo sobre las jurisdicciones en las que opera.

D. Sistema SLV-BCRP

a. Nuevos servicios: El BCRP puso en producción el nuevo sistema de registro y liquidación de valores, denominado CDVAL. Ello significa una mejora en automatización y modernización de procesos, reduciendo los riesgos operativos. Asimismo, en 2018, CDVAL desarrolló el proyecto de automatización de las órdenes de compra y venta de operaciones con valores del BCRP, aplicativo denominado Cliente Web CDVAL.

b. Continuidad: El SLV-BCRP participó satisfactoriamente en las pruebas de continuidad del BCRP.

OPORTUNIDADES DE MEJORA

a. Culminar la implementación de la solución de contingencia extrema, asegurando la continuidad de operaciones en el Sistema LBTR en situaciones excepcionales, la que se puso en producción en el primer semestre de 2019.

b. Implementar mecanismos para reducir el riesgo sistémico en las compensaciones efectuadas por la CCE. En particular retirar de la compensación los cheques de alto valor, a fin de reducir el efecto de una reversión de operaciones en caso de incumplimiento de

un participante. En coordinación con el BCRP, se tiene previsto para el 2020 la liquidación individual de los cheques de alto valor en el Sistema LBTR.

CONCLUSIONES

A través de sus herramientas de supervisión, el BCRP ha constatado que, durante el 2018 los Sistemas de Pagos: en general cumplieron con la normativa y los estándares vigentes de seguridad y eficiencia, ampliaron el acceso a sus servicios, mejoraron la administración de sus riesgos, implementaron nuevas medidas de continuidad operativa e implementaron nuevos servicios. Asimismo, se vienen desarrollando las oportunidades de mejora identificadas. Cabe señalar que la supervisión que lleva a cabo el BCRP ha contribuido al fortalecimiento de la administración de los riesgos, la continuidad operativa y la eficiencia de los sistemas.

- 55. Se debe evaluar las comisiones aplicadas en los Sistemas de Pago, para eliminar posibles barreras al desarrollo de los pagos digitales.** En el caso del Sistema LBTR, las ESF cobran a sus clientes una comisión que se sitúa en alrededor de S/ 20, mientras que el BCRP cobra a las ESF entre S/ 1 y S/ 3 por este tipo de transferencias. Asimismo, las ESF no siempre ofrecen a sus clientes el Sistema LBTR, favoreciendo el uso de la CCE, y tampoco han puesto a disposición de sus clientes canales digitales para el envío de órdenes de transferencia vía el Sistema LBTR, por lo que en muchos casos se utilizan cartas de instrucción. Esto hace que sea poco eficiente el proceso.

El esquema de comisiones aplicadas por la CCE está basado en una política de descuento por volumen de operaciones, que discrimina en contra de las microfinancieras, que pagan US\$ 1 por transacción, 200 veces superior a lo que pagan los bancos de mayor tamaño por una transacción adicional (US\$ 0,005). A ello se une el cobro de US\$ 2 mil como monto mínimo de comisión, lo que recae en las microfinancieras que realizan pocas transacciones. Al respecto, la política de comisiones de la CCE debería ser revisada en el marco de la nueva plataforma de Vocalink, para promover una mayor participación y uso.

Un tema también a revisar son las comisiones que se cobra a los clientes de las ESF por transferencias ordenadas vía la CCE a otra plaza. La comisión que las ESF cobran por transferencias a otra plaza es un porcentaje del valor trasladado y varía entre S/ 2,00 y S/ 70,00, a lo que se añade la comisión de la ESF receptora, entre S/ 7 y S/ 100. Dichos niveles se elevan cuando se trata de plaza exclusiva (una sola oferta bancaria). La aplicación de esta comisión debe ser evaluada con la finalidad de tener un solo mercado de pagos y favorecer el uso de transferencias digitales en todas las regiones.

1.2 Instrumentos de pago minoristas

- 56. Los pagos minoristas digitales han crecido significativamente en el período, siendo el instrumento de pago más importante las transferencias intrabancarias.**





En el Cuadro 3.3, se observa que la población hace cada vez más uso de los instrumentos de pago digitales para realizar sus operaciones de bajo valor. Asimismo, se tiene que las transferencias intrabancarias siguen siendo muy superiores a las interbancarias, como reflejo de la concentración de cuentas de depósito en los principales bancos. Cabe resaltar que los cheques intrabancarios, a diferencia de los procesados en la CCE, tienen una tendencia decreciente tanto en valor como en número.

Cuadro 3.3 INSTRUMENTOS DE PAGO MINORISTAS DISTINTOS DEL EFECTIVO (Promedio Mensual en los últimos 12 meses)*						
	Set.18		Set.19		Var. %	
	Valor	Número	Valor	Número	Valor	Número
Sistemas de Pagos Sistémicos (SIPS) ^{1/}	21 501	2 395	24 342	3 027	13,2	26,4
Transferencias de crédito	12 297	1 843	13 973	2 342	13,6	27,1
Transferencias inmediatas	415	182	691	364	66,7	99,6
Cheques interbancarios	8 789	370	9 679	321	10,1	-13,3
Fuera de los SIPS	132 406	59 302	162 640	74 295	22,8	25,3
Transferencias intrabancarias	111 375	21 722	141 454	28 782	27,0	32,5
Tarjetas de débito	1 749	19 835	2 101	25 086	20,2	26,5
Tarjetas de crédito	4 333	15 557	5 074	18 230	17,1	17,2
Cheques intrabancarios	14 944	1 890	13 959	1 664	-6,6	-12,0
BIM	6	298	51	534	814,3	79,3
Total	153 907	61 697	186 982	77 322	21,5	25,3
Total digital	130 174	59 437	163 345	75 338	25,5	26,8
- SIPS	12 712	2 025	14 663	2 706	15,4	33,6
- Fuera de los SIPS	117 462	57 412	148 681	72 631	26,6	26,5

* Valor expresado en millones de soles. Número expresado en miles de operaciones.
1/ Comprende las operaciones procesadas vía la CCE.
Fuente: BCRP.

- 57. Las operaciones con transferencias de crédito intrabancarias y tarjetas de pago continúan con una tendencia creciente, tanto en valor como en número de operaciones.** El mayor uso de las transferencias de crédito intrabancarias reflejaría el desarrollo de aplicaciones móviles, por parte de la banca, que requieren solo del número celular del beneficiario para realizar transferencias de fondos entre clientes de un mismo banco.

Por su parte, el pago con tarjetas se ha incrementado significativamente en el período, destacando el crecimiento del número de operaciones con tarjetas de débito. Sin embargo, el número de retiros de efectivo con tarjeta de débito aún es elevado, ya que por cada pago con tarjeta de débito se realizan 2,3 retiros de efectivo (a setiembre de 2018 fue de 2,9 veces).

- 58. La billetera móvil de dinero electrónico (Bim) administrada por Pagos Digitales Peruanos S.A. (PDP) mostró un crecimiento considerable de operaciones.** En los últimos 12 meses, a setiembre de 2019, se registraron 734 mil operaciones promedio por mes y un valor promedio mensual de S/ 94

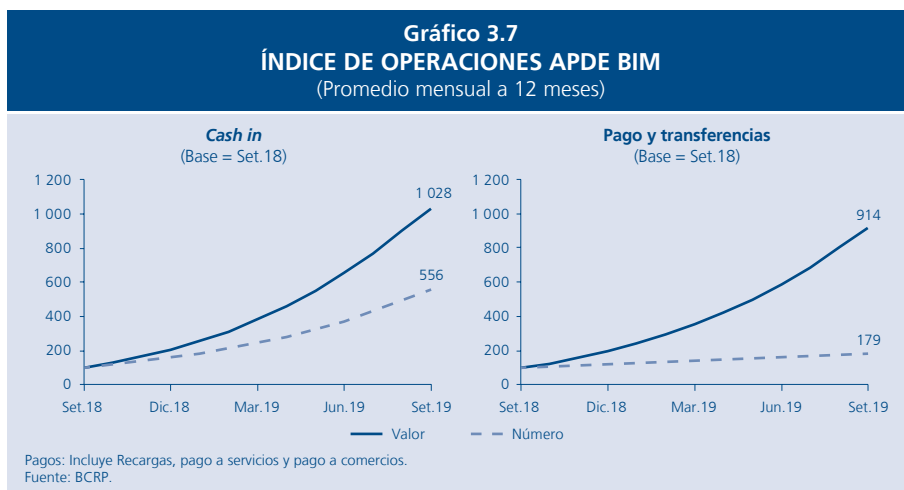
millones. A setiembre de 2019 se registraron 667 mil usuarios, lo que representó un incremento de 48% respecto al mismo mes del 2018. Los préstamos solidarios son un importante caso de uso de Bim, porque permiten incluir a personas alejadas de los centros urbanos a los pagos digitales.

- 59. El desarrollo de Bim ha estado liderado por la expansión de la red de puntos de acceso y canales innovadores.** Los puntos de venta se incrementarán a través de 29 mil comercios afiliados por Procesos de Medios de Pago, adquirente de Mastercard, en los cuales se podrá pagar las compras desde un código generado por Bim que se ingresa al POS, sin tarjeta de pago.

Asimismo, las nuevas funcionalidades incorporadas al APP de Bim permiten pagar servicios públicos básicos como luz (Hidrandina, ENEL, Luz del Sur, Electro Puno, Electro Norte), agua (Sedapal, EPS Grau), telefonía (Claro y Movistar), cable (Directv, Cablemágico) y gas (Cálidda).

Algunos bancos facilitan que cuentas de depósito alimenten (cash-in) a cuentas de dinero electrónico, pero no viceversa, por lo que se limita la interoperabilidad, ya que se dificulta que un usuario de dinero electrónico pague a una persona con cuenta de depósito, situación que puede ser mejorada con la interconexión de cuentas.

- 60. Se debe evaluar los costos que enfrentan los participantes de Bim, ya que dichos costos pueden limitar el desarrollo del dinero electrónico.** Actualmente, la compensación de obligaciones entre los participantes se lleva a cabo de manera bilateral, lo que implica varias transacciones en el proceso de liquidación. Este proceso mejoraría con una compensación multilateral que implica una sola transacción. Asimismo, se debe revisar el costo por el uso de canales (ATM y agentes) de otro participante (S/1 por operación) en operaciones de *cash-in* y *cash-out*, a fin de reducir los costos de transacción de dichas operaciones.





1.3 Innovaciones financieras

61. **Continúa la implementación del proyecto de cambio de plataforma tecnológica de la CCE, teniendo como operador a la empresa internacional Vocalink.** Con relación a las Transferencias Inmediatas, la implementación de este servicio a un horario 24 horas para los 7 días de la semana se iniciaría en junio de 2020. Esta implementación incluye la posibilidad de utilizar un enmascaramiento (“alias”) del Código de Cuenta Interbancario (CCI), por ejemplo, utilizando números de celulares.
62. **Los principales bancos vienen desarrollando un acuerdo de billetera interoperable que conecte a los clientes de diferentes ESF.** Se ha anunciado la implementación, a partir de billeteras de tres bancos (BBVA, Interbank y Scotiabank), de un servicio de transferencias interbancarias de persona a persona (P2P), entre los clientes de dichos bancos y de otros que ingresen al acuerdo, utilizando las redes de pago de las tarjetas Visa Direct y Mastercard Send, para fines de 2019. Al respecto, es importante que el mercado busque una solución basada en la cooperación entre las diferentes ESF, lo que favorecerá la interoperabilidad y evitará ineficiencias y duplicaciones de esfuerzos.
63. **Los adquirentes de tarjetas (Visanet y PMP) vienen trabajando para utilizar Códigos QR para pagos a comercios.** Esta innovación facilitará la inclusión de los pequeños comercios y promoverá los pagos digitales, pero es necesaria la cooperación para tender a un solo código y facilitar el acceso de diferentes billeteras e instrumentos de pago, logrando la interoperabilidad, evitando el surgimiento de esquemas cerrados.
64. **Algunas empresas fintech ofrecen billeteras al mercado.** Rappi, *fintech* colombiana de comercio electrónico, ofrece su billetera para que los usuarios puedan realizar pagos. Ellos deben enlazar sus tarjetas de débito o crédito a la aplicación, con las cuales también pueden cargar fondos en su cuenta virtual RappiPay. El abono a los comercios se da en cuentas virtuales que mantienen en Rappi y que puede ser retirado a solicitud del comercio. Asimismo, la empresa Mercado Pago, *fintech* argentina, también ha lanzado recientemente su billetera para realizar pagos.

Cabe indicar que, bajo el marco normativo actual, la SBS es la autoridad que evalúa si las actividades antes mencionadas se inscriben en las que lleva a cabo una Empresa Emisora de Dinero Electrónico, con la finalidad de que se adecúe a la regulación correspondiente.

65. **El BCRP ha elaborado un proyecto de circular para normar el servicio de transferencia de fondos utilizando Códigos QR.** Este código contiene información que permite identificar al beneficiario de un pago o de una transferencia de fondos. Esta innovación reduce el costo para el comercio, ya que no requiere adquirir o alquilar un Punto de Venta (POS, en inglés) para recibir pagos digitales.

El mencionado proyecto, que se ha compartido con el mercado, tiene como objetivo regular el servicio de transferencia de fondos que utilicen códigos QR para fomentar la seguridad y eficiencia, considerando que en este servicio intervienen proveedores de códigos, billeteras y redes de pago. El proyecto considera, entre otros:

- a. Establecer que los Proveedores de Códigos QR deben observar el estándar EMVCo que incluya la información de varias redes de pago.
- b. Fomentar la interoperabilidad.
- c. Promover el acceso basado en lineamientos de seguridad.
- d. Asegurar razonablemente la ejecución de una instrucción de pago de manera segura, eficiente y oportuna, informando el resultado de la misma a los usuarios.
- e. Fomentar el manejo de riesgos, incluido el ciberataque, y la existencia de planes de contingencia.
- f. Promover la seguridad de la información; así como proteger la privacidad de la información de los clientes.
- g. Promover que se establezcan límites diarios y por transacción, para minimizar el efecto de posibles fraudes.
- h. Establecer un registro en el BCRP de los Proveedores de Billeteras y Proveedores de Códigos QR.

66. En el mercado de tarjetas se viene implementando importantes innovaciones.

Vendemás e Izipay son Facilitadores de Pagos que ofrecen un POS interoperable a pequeños comercios, con el que aceptan todas las marcas de tarjetas. A setiembre de 2019, los POS interoperables representan alrededor de un tercio del parque de POS en el mercado peruano, lo que es un avance significativo. Asimismo, las marcas y adquirentes vienen trabajando para lograr la multiadquirencia en el 2020, de manera que una marca tenga más de un adquirente, lo que facilita una mayor competencia en el mercado. Además, Indecopi viene elaborando su estudio de competencia en el mercado de tarjetas, que se publicará en 2020.

67. Perú se mantiene como el segundo país con mejor entorno para la inclusión financiera.

El Microscopio Global 2019, publicado por The Economist, menciona que el gobierno, el sector privado y la sociedad civil cooperan para promover la inclusión financiera; no obstante, la demanda de servicios financieros formales ha sido débil, debido a la falta de productos que realmente satisfagan las necesidades de la población (Ver Recuadro 7).

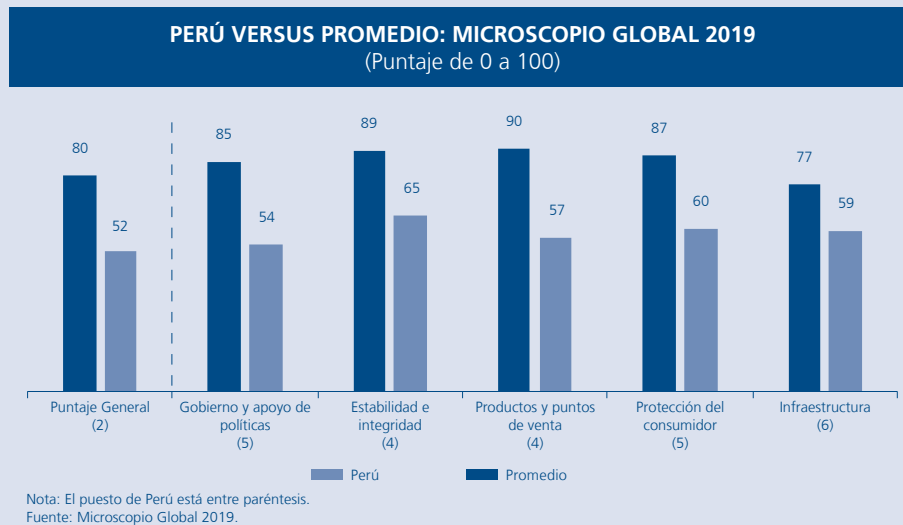




Recuadro 7 MICROSCOPIO GLOBAL 2019

El Microscopio Global 2019 analiza la situación de 55 países sobre regulación y políticas utilizadas por sus gobiernos para aumentar la inclusión financiera. Asimismo, construye un índice cuyo puntaje es de 0 a 100 y que está compuesto por cinco categorías: i) Gobierno y apoyo de políticas, ii) Estabilidad e integridad, iii) Productos y puntos de venta, iv) Protección del consumidor e v) Infraestructura.

Colombia, Perú y Uruguay están ubicados en la parte superior del Microscopio de 2019. Estos tres países cuales mejoraron sus puntajes generales y por categoría. Perú ocupó el segundo lugar general en el Microscopio 2019 y se consolida como uno de los países con mejor entorno para la inclusión financiera. En comparación con sus puntajes en el Microscopio 2018, Perú mejoró significativamente en la categoría de Protección al Consumidor, específicamente, por su marco de protección de datos para clientes financieros, que es implementado por una agencia especializada ubicada en el Ministerio de Justicia.



De acuerdo con el Microscopio Global 2019, las fortalezas de Perú están enfocadas en las categorías Estabilidad e Integridad y Productos y puntos de venta, donde se ubica en el 4to lugar. Por su parte, su mayor debilidad radica en la categoría de Infraestructura; específicamente en los subindicadores de infraestructura de pagos (ATM, POS, acceso justo y no discriminatorio a los Sistemas de Pagos y Telecomunicaciones) y conectividad (cobertura 2G y 3G, suscripción de líneas móviles y brecha género en acceso a telefonía móvil), donde obtuvo 74 y 50 puntos, respectivamente.

En esta versión del Microscopio Global se han introducido 11 nuevos indicadores relacionados a la brecha de género en materia de inclusión financiera, pero que no conforman una categoría en el Microscopio. Al respecto, sobre la base del Global Findex 2014, Aurazo y Vega (2016) señalan

que en el Perú el acceso y uso de cuentas y tarjetas de pago de la población femenina estaba más rezagado que en otros países en desarrollo.

Referencia

Aurazo, J. y M. Vega (2016). "Acceso y uso de servicios de pagos digitales en el Perú: Una visión internacional," Revista Moneda, Banco Central de Reserva del Perú, N°168: 14-19.



