

**BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**

**REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA**  
**Junio de 2008**

## REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA Junio de 2008

PREFACIO .....	3
RESUMEN.....	4
I. SISTEMAS DE PAGOS.....	8
I.1 Evolución de los sistemas de pagos .....	8
I.1.1 Sistema LBTR.....	10
I.1.2 Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) .....	13
I.1.3 Cámara de Compensación Electrónica y Otros Sistemas de Pagos .....	14
I.2 Acciones para el desarrollo de los sistemas de pagos .....	17
II. SISTEMA FINANCIERO.....	21
II.1 Principales desarrollos .....	21
II.2 Tamaño, Estructura y Competencia.....	22
II.3 Colocaciones.....	24
II.3.1 Empresas no financieras.....	26
II.3.2 Hogares.....	27
II.3.3 Colocaciones por sector económico .....	28
II.3.4 Colocaciones por regiones.....	29
II.4 Riesgo de Crédito.....	29
II.5 Riesgo de Liquidez.....	31
II.6 Fuentes de Financiamiento .....	33
II.6.1 Depósitos .....	34
II.6.2 Adeudados .....	36
II.7 Rentabilidad .....	37
II.7.1 Rentabilidad de la Banca .....	38
II.7.2 Rentabilidad de las Entidades No Bancarias .....	39
II.8 Factores a considerar en el desarrollo del Sistema Financiero .....	39
III. MERCADO DE CAPITALLES.....	44
III.1 Principales desarrollos.....	44
III.2 Mercado de Renta Fija .....	44
III.2.1 Renta Fija Pública.....	45
III.2.1 Renta Fija Privada.....	49
III.3 Mercado de Renta Variable .....	57
III.4 Inversionistas Institucionales .....	70
III.4.1 AFP .....	70
III.4.2 Fondos Mutuos .....	77
III.4.3 Compañías de Seguro .....	80
III.4.4 Fondos de Inversión.....	81
III.5 Factores a considerar en el desarrollo del mercado de capitales .....	83



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

---

## PREFACIO<sup>1</sup>

Este Reporte se elabora en concordancia con la finalidad esencial del Banco Central de Reserva del Perú, expresada en la Constitución Política del Perú y en su Ley Orgánica, que es la de preservar la estabilidad monetaria. La estabilidad financiera y el buen funcionamiento del sistema de pagos coadyuvan a una eficiente y rápida transmisión de la política monetaria a los mercados financieros y, por este medio, al sector real de la economía. A su vez, la estabilidad del valor de la moneda es una condición necesaria para el desarrollo de los sistemas de pagos y la estabilidad de los mercados financieros.

En el primer semestre de 2007, el Banco Central comenzó a publicar, de manera semestral, el Reporte de Estabilidad Financiera en el que se analiza y evalúa los sistemas de pagos y los mercados financieros y de capitales desde una perspectiva macroeconómica. En cada Reporte, se hace una especial mención a los factores que pueden convertirse en obstáculos para el desarrollo y profundidad de estos mercados.

Este cuarto Reporte corresponde al análisis de la evolución del sistema de pagos como de los mercados financieros y de capitales durante el primer semestre de 2008. Está dividido en tres secciones (sistema de pagos, sistema financiero y mercado de capitales) y se inicia con un Resumen Ejecutivo que reseña los aspectos fundamentales que se han observado en el período analizado.

---

<sup>1</sup> Documento elaborado por la Gerencia de Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera.



### RESUMEN

En el primer semestre de 2008, la economía peruana ha seguido expandiéndose a un ritmo significativo (resultado del aumento de la demanda interna), acumulando una tasa de crecimiento del PBI de 10,3%, tasa superior a la registrada en el 2007 (8,9%). Al respecto, el dinamismo mostrado por la demanda interna se explicó por el crecimiento de la inversión y del consumo del sector privado, asociado a las mayores ventas y utilidades de las empresas así como al aumento del empleo y del financiamiento de las personas, proveniente éste tanto del sistema financiero como del mercado de capitales.

En el contexto de una mayor presión inflacionaria mundial, la tasa de inflación en Perú se ubicó por encima del límite superior del rango meta de la política monetaria (3,0%). En este escenario, se ha realizado un aumento acumulado de 175 puntos básicos en la tasa de interés de referencia, pasando ésta de un nivel de 4,5% en junio de 2007 a 6,25% en agosto del presente año. Adicionalmente, se complementó esta medida con un aumento de los requerimientos de encaje sobre obligaciones en moneda nacional y extranjera. Estas medidas están orientadas a que la inflación retorne gradualmente al rango meta, y a evitar que se trasladen a las expectativas de inflación los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles.

Asimismo, en el primer semestre de 2008, la volatilidad en los mercados financieros internacionales, tanto los de capital como los de *commodities*, se ha incrementado de manera importante, producto de las crisis en los mercados hipotecario y de crédito de los Estados Unidos de América que están afectando al sector financiero de dicho país. Es importante tener presente que un factor que ha introducido mayor volatilidad se vincula a las posibles extensiones de la crisis a las economías europeas. Por otro lado, los principales bancos centrales, con excepción de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, incrementaron sus tasas de referencias en un escenario caracterizado por presiones inflacionarias.

### Sistema de Pagos

El sistema de pagos se expandió significativamente en términos de monto y de número de operaciones en el primer semestre de 2008. Dicho comportamiento fue reflejo de la evolución de los pagos de alto valor y de los pagos minoristas en un contexto de crecimiento de la economía y del mayor uso de los pagos electrónicos. Por su parte, el nivel de operaciones en el sistema de liquidación de valores se vio afectado por la mayor incertidumbre en el mercado, producto de la turbulencia financiera internacional.

### Sistema Financiero

En el primer semestre de 2008, las entidades del sistema financiero muestran una mejor posición financiera como resultado de la reducción de la cartera morosa y la mayor capitalización de utilidades. Este resultado se asocia a la mayor capacidad de pago de las empresas no financieras y de las familias, en un contexto de alto dinamismo de la actividad económica que permitió que las entidades del sistema financiero continúen reduciendo su exposición patrimonial al riesgo de crédito.

El monto de la cartera morosa se redujo en los segmentos comercial e hipotecario; en cambio, se elevó para el caso de los créditos de consumo y a la microempresa. No obstante ello, el crecimiento de las colocaciones conllevó a la reducción del ratio de morosidad en todas las modalidades de crédito. Asimismo, el nivel de cobertura de la



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

---

cartera morosa con provisiones específicas se incrementó para todas las entidades, excepto para las financieras.

Por su parte, las colocaciones del sistema financiero mantienen un importante dinamismo, particularmente en los créditos minoristas en moneda nacional y en los créditos comerciales en moneda extranjera. Por otra parte, las inversiones se elevaron en el sistema, como resultado de las mayores compras de títulos del Banco Central.

La mayor fuente de recursos del sistema financiero provino de los depósitos, destacando aquellos en moneda nacional. Los adeudados con el exterior han elevado su participación en el financiamiento de los activos, principalmente los de largo plazo; esto último influenciado por los requerimientos de encaje a los adeudados de corto plazo y no a aquellos de largo plazo. A junio de 2008, los indicadores de liquidez del sistema financiero se mantienen por encima de los mínimos requeridos, a excepción de los de las empresas financieras. Los activos líquidos de la banca en moneda nacional se mantuvieron principalmente en títulos emitidos por el gobierno y el Banco Central; mientras que en moneda extranjera en fondos de encaje. Cabe señalar que el ratio de liquidez en moneda nacional ha registrado un cambio de tendencia, disminuyendo desde abril de 2008, fecha en que entraron en vigencia las medidas más restrictivas del encaje con respecto a los depósitos de las entidades financieras no residentes y la consecuente no renovación de dichos depósitos.

La rentabilidad del sistema financiero sigue siendo elevada, aunque la rentabilidad sobre los activos muestra una tendencia decreciente, lo que se debería principalmente a la reducción del margen financiero y de los ingresos no financieros de la mayoría de entidades del sistema.

Asimismo, continúa el ingreso y transformación de nuevas entidades en el sistema financiero como resultado del importante dinamismo que viene alcanzando el mercado financiero doméstico.

## Mercado de Capitales

El mercado de renta fija se siguió caracterizando por la preferencia del gobierno y de las empresas en efectuar emisiones en moneda nacional a largo plazo. Ello ha sido posible principalmente por la existencia de una curva de rendimiento de largo plazo en moneda nacional, los fundamentos macroeconómicos del país y la fortaleza de la moneda local. Asimismo, se observó un incremento en las tasas de interés de la deuda pública y privada debido a las mayores tasas de interés de referencia locales y a la volatilidad en los mercados financieros internacionales, producto de la crisis en los mercados hipotecarios y crediticios de los Estados Unidos.

En medio de un contexto internacional negativo, la Bolsa de Valores de Lima continuó su tendencia a la baja iniciada en agosto de 2007; registrando un descenso de 7% tanto el Índice General (IGBVL) como el Índice Selectivo (ISBVL). Además, se observó una significativa reducción del monto negociado debido al retiro de partícipes de los fondos mutuos mixtos y de renta variable, a la disminución de los aportes voluntarios a las AFP y al menor interés de los inversionistas individuales en adquirir y mantener posiciones en el mercado accionario.

El desempeño negativo de la Bolsa de Valores de Lima se explica principalmente por la alta participación de empresas mineras, las que son muy sensibles a factores externos que afecten la demanda mundial de metales, y la poca liquidez y





# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

---

profundidad de la Bolsa de Valores de Lima, que lleva a que en los períodos de turbulencia y de ausencia de inversionistas institucionales se generen caídas de gran magnitud.

A pesar del negativo desempeño del mercado bursátil, el portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales creció en 5,9% en el primer semestre de 2008, alcanzando los S/. 86 760 millones. Este crecimiento estuvo sustentado por el incremento de la cartera administrada por las AFP (S/. 2 101 millones) y del portafolio de inversión de los fondos mutuos (S/. 2 012 millones).

## Principales Retos

Es importante tener presente que existen aspectos importantes que podrían constituirse en factores que dificulten el desarrollo del sistema de pagos, el crecimiento sano del sistema financiero y la consecución de una mayor profundidad de los mercados financieros y de capitales. El primer factor está vinculado al sistema de pagos; los siguientes tres, al sistema financiero; y los últimos cuatro, al mercado de capitales.

Esta lista no excluye la presencia de otros factores relevantes para reforzar la estabilidad financiera. Para ello, en el análisis de cada uno de los componentes del mercado financiero, se incluye una lista más completa de estos factores.

Un primer factor está vinculado al desarrollo del sistema de pagos en nuestro país, lo cual requiere de acciones en diversas áreas. En esa línea, el Banco Central de Reserva viene trabajando en la modernización tecnológica del LBTR y en la promoción de una Ley del Sistema de Pagos, siguiendo la experiencia de otros bancos centrales en este campo.

Asimismo, el Banco viene promoviendo la libre elección de la entidad financiera en la que los trabajadores reciban sus remuneraciones, la participación de entidades financieras no bancarias en la CCE y la difusión al público de las características de seguridad y eficiencia de las transferencias electrónicas para realizar pagos, respecto, por ejemplo, al efectivo.

El segundo factor está constituido por el rápido crecimiento del endeudamiento por cliente en los créditos de consumo, por lo que es importante que las familias y las entidades financieras realicen un manejo prudente del crédito y así evitar que el crecimiento del crédito supere la capacidad de pago de los prestatarios. En general, el crédito del sistema financiero al sector privado viene creciendo a tasas elevadas; para que esta dinámica sea sostenible en el tiempo se requiere mejorar el manejo de la información, haciendo que el endeudamiento del cliente no presione excesivamente su efectiva capacidad de pago. En este contexto, sería recomendable que las entidades del sistema financiero, usando las metodologías apropiadas de evaluación crediticia, amplíen continuamente su universo de clientes a fin de diversificar el riesgo de crédito. Asimismo, sería conveniente que se incorpore el ciclo económico como variable relevante en el análisis del riesgo de crédito de sus clientes.

El tercer factor está relacionado con la profundización de la estabilidad de las fuentes de financiamiento. Luego de registrarse un incremento en la participación de los créditos de largo plazo en el portafolio crediticio de las entidades bancarias, sería deseable un mayor dinamismo del fondeo de largo plazo, el cuál debería crecer más a fin de propiciar una mayor estabilidad en las fuentes de financiamiento y un





## REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

---

adecuado calce en los plazos de activos y pasivos. En ese sentido, las recientes modificaciones en las disposiciones de encaje han favorecido la recomposición de los adeudados con el exterior de la banca hacia aquellos de largo plazo.

Un cuarto factor está constituido por el nivel actual de dolarización de los créditos en el sistema financiero que, a pesar de su progresiva reducción, continúa elevado. Una depreciación de la moneda doméstica afectaría la capacidad de pago de aquellos deudores que generan sus ingresos en moneda nacional y que mantienen sus pasivos en dólares, encareciéndose las obligaciones en términos de la moneda doméstica. Por ello, se requiere profundizar el mercado de coberturas que facilite una adecuada administración del riesgo cambiario. Las entidades financieras y las empresas del sector real tienen un rol importante a desempeñar en esta tarea.

El quinto factor está vinculado al desarrollo del mercado de capitales y se refiere a la necesidad de incorporar nuevos emisores de instrumentos de renta fija y variable al mercado de valores, lo cual resalta la importancia de continuar la labor de difusión de las ventajas de financiarse a través del mercado de capitales. La emisión de instrumentos representativos de deuda o de capital permitiría a estas empresas reducir sus gastos financieros, acceder a financiamiento de largo plazo y diversificar sus fuentes de fondeo.

En esta línea, se puede impulsar el desarrollo de nuevos instrumentos que faciliten el acceso a mayores fuentes de financiamiento a las medianas y pequeñas empresas, generando, con ello, los incentivos para que éstas implementen reformas en su estructura que mejoren las prácticas de gobierno corporativo y la calidad de su información financiera, y así lograr una apertura en su accionariado. Entre esos instrumentos, destacan el *factoring* y la titulización.

El sexto factor está vinculado al anterior y se refiere a que las instituciones financieras no están aprovechando en su totalidad la posibilidad de acceder a un financiamiento de largo plazo para sus colocaciones hipotecarias, a través de la emisión de bonos hipotecarios o titulaciones de cartera hipotecaria.

Un séptimo factor se vincula al hecho de que los aspectos tributarios aplicables al mercado de capitales que están pendientes de reglamentación generan incertidumbre entre los inversionistas. Entre ellos, se encuentra la exoneración del impuesto a la renta a los intereses generados por valores mobiliarios emitidos por el sector privado mediante oferta pública y la exoneración del impuesto a la renta a las ganancias de capital; exoneraciones que culminan el 31 de diciembre de 2008.

Un octavo factor se encuentra en continuar con los esfuerzos ya desplegados en la consolidación y desarrollo del marco institucional en el que opera nuestro sistema financiero y el mercado de capitales. Es importante la estabilidad en las reglas que impliquen el respeto de los derechos de propiedad, el equilibrio de los derechos de los deudores y acreedores en casos de controversias e incumplimientos, y que los mecanismos de solución de controversias sean eficientes como previsibles en la solución de conflictos.



## I. SISTEMAS DE PAGOS

### I.1 Evolución de los sistemas de pagos

1. Al conjunto de instrumentos, reglas y procedimientos para realizar transferencias de fondos entre entidades o personas se le conoce como sistemas de pagos. Sus participantes realizan órdenes de transferencia por cuenta propia o de terceros, a partir de sus recursos. Dichas órdenes son liquidadas, esto es, puestas a disposición de otro participante, en términos brutos, una a una, o luego de un proceso de compensación o neteo.
2. **El funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pagos de importancia sistémica<sup>2</sup> es esencial para el desarrollo de la actividad económica y para mantener la estabilidad financiera del país.**

Sistemas de Pago de Importancia Sistémica	
<b>El Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR).</b>	Lleva a cabo las transferencias interbancarias de alto valor, la liquidación de los pagos de los otros sistemas y canaliza las operaciones de política monetaria.
<b>El Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)</b>	Asegura la entrega contra pago de las operaciones en Rueda de Bolsa y con valores del gobierno.
<b>La Cámara de Compensación Electrónica S.A. (CCE)</b>	Sistema de bajo valor en el que se netea las operaciones con instrumentos compensables, a la fecha, cheques y transferencias de crédito.

3. **Los sistemas de pagos registraron un incremento en monto de 40,4 por ciento en el primer semestre de 2008.** Destaca los mayores pagos efectuados vía el sistema LBTR, en especial en moneda extranjera (99,3 por ciento).

Del total de transacciones efectuadas en el sistema de pagos durante el primer semestre de 2008, el 58,6 por ciento se realizó en moneda nacional, lo que significó una reducción respecto a su participación en similar período de 2007 (62,6 por ciento). Ello en el contexto de la turbulencia de los mercados internacionales y la mayor presencia de capitales especulativos en el período.

En cuanto a número de transacciones, los sistemas de pagos registraron un aumento de 16 por ciento, explicado en gran medida por el mayor uso de tarjetas de crédito y de débito en el período.

<sup>2</sup> Un sistema de pagos es sistémicamente importante cuando los problemas que llegasen a presentarse en él se transmitan amplificados a sus participantes o afecten significativamente la buena marcha del sector financiero.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

## Junio de 2008

### Sistemas de Pagos (millones de nuevos soles)

	Ene - Jun 2007	Ene - Jun 2008	Estructura %		Variación %
			2007	2008	
<b>Sistema LBTR<sup>1/</sup></b>	<b>432 344</b>	<b>717 000</b>	<b>58.1</b>	<b>68.6</b>	<b>65.8</b>
Moneda Nacional	272 801	399 046	63.1	55.7	46.3
Moneda Extranjera	159 543	317 954	36.9	44.3	99.3
<b>Sistema de Liquidación Multibancaria<sup>2/</sup></b>	<b>16 110</b>	<b>9 486</b>	<b>2.2</b>	<b>0.9</b>	<b>-41.1</b>
Moneda Nacional	13 129	6 858	81.5	72.3	-47.8
Moneda Extranjera	2 981	2 627	18.5	27.7	-11.9
<b>CCE y otros sistemas de pagos</b>	<b>295 940</b>	<b>318 323</b>	<b>39.8</b>	<b>30.5</b>	<b>7.6</b>
CCE	75 003	77 572.50	25.3	24.4	3.4
Moneda Nacional	48 711	52 247	64.9	67.4	7.3
Moneda Extranjera	26 292	25 325	35.1	32.6	-3.7
Operaciones Intrabancarias*	215 039	232 991	72.7	73.2	8.3
Moneda Nacional	126 832	147 456	59.0	63.3	16.3
Moneda Extranjera	88 208	85 535	41.0	36.7	-3.0
Otros Sistemas de Pago <sup>3/.*</sup>	5 898	7 759	2.0	2.4	31.6
Moneda Nacional	4 882	6 751	82.8	87.0	38.3
Moneda Extranjera	1 016	1 009	17.2	13.0	-0.7
<b>TOTAL</b>	<b>744 395</b>	<b>1 044 808</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>40.4</b>
Moneda Nacional	466 355	612 358	62.6	58.6	31.3
Moneda Extranjera	278 040	432 450	37.4	41.4	55.5

1/. Transferencias Interbancarias y Módulo de Compra y Venta de ME.

2/. Rueda de Bolsa y Valores del Gobierno.

3/. Incluye las transacciones con tarjeta de débito y crédito.

\* Cifras preliminares para el 2008.

### Sistemas de Pagos (miles de transacciones)

	Ene - Jun 2007	Ene - Jun 2008	Estructura %		Variación %
			2007	2008	
<b>Sistema LBTR<sup>1/</sup></b>	<b>187</b>	<b>238</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>27.5</b>
Moneda Nacional	108	134	57.7	56.4	24.5
Moneda Extranjera	79	104	42.3	43.6	31.6
<b>Sistema de Liquidación Multibancaria<sup>2/</sup></b>	<b>304</b>	<b>197</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>-35.0</b>
Moneda Nacional	248	140	81.5	70.7	-43.6
Moneda Extranjera	56	58	18.5	29.3	2.8
<b>CCE y otros sistemas de pagos</b>	<b>103 944</b>	<b>120 689</b>	<b>99.5</b>	<b>99.6</b>	<b>16.1</b>
CCE	4 553	4 913	4.4	4.1	7.9
Moneda Nacional	2 921	3 453	64.2	70.3	18.2
Moneda Extranjera	1 631	1 461	35.8	29.7	-10.4
Operaciones Intrabancarias*	52 691	55 394	50.7	45.9	5.1
Moneda Nacional	43 662	46 569	82.9	84.1	6.7
Moneda Extranjera	9 029	8 825	17.1	15.9	-2.3
Otros Sistemas de Pago <sup>3/.*</sup>	46 701	60 382	44.9	50.0	29.3
Moneda Nacional	43 896	57 453	94.0	95.1	30.9
Moneda Extranjera	2 805	2 929	6.0	4.9	4.4
<b>TOTAL</b>	<b>104 435</b>	<b>121 125</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>16.0</b>
Moneda Nacional	90 835	107 748	87.0	89.0	18.6
Moneda Extranjera	13 600	13 377	13.0	11.0	-1.6

1/. Transferencias Interbancarias y Módulo de Compra y Venta de ME.

2/. Rueda de Bolsa y Valores del Gobierno.

3/. Incluye transacciones con tarjetas de débito y crédito.

\* Cifras Preliminares para el 2008.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

## I.1.1 Sistema LBTR

4. El aumento del valor transado en el LBTR se explica por las transferencias de clientes de los bancos, que registraron una expansión de 80,7 por ciento en moneda nacional y de 114,3 por ciento en moneda extranjera. A ello también contribuyó las mayores operaciones del Módulo de Compra y Venta de Moneda Extranjera (MCV), que se expandieron en 114,4 por ciento.

Cabe señalar que la mayor liquidez mantenida por las entidades financieras en moneda nacional, en un contexto de mayor exigencia de encaje, redujo significativamente el nivel de préstamos interbancarios en el período.

Transferencias LBTR en Moneda Nacional  
(millones de soles)

	Ene-Jun	Ene-Jun	Estructura %		Var.
	2007	2008	2007	2008	%
<b>Empresas Bancarias</b>	<b>252 612</b>	<b>377 644</b>	<b>92.6</b>	<b>94.6</b>	<b>49.5</b>
Compra-Venta de M/E	41 443	90 984	15.2	22.8	119.5
Préstamos y devoluciones interbancarios	71 641	41 817	26.3	10.5	-41.6
Transferencias al Banco de la Nación	16 151	21 854	5.9	5.5	35.3
Transferencias de Clientes	123 377	222 989	45.2	55.9	80.7
Otros	0	0	-	0.0	-
<b>Banco de la Nación</b>	<b>13 179</b>	<b>17 919</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>36.0</b>
Compra-Venta de M/E	3 302	5 036	1.2	1.3	52.5
Transferencias	9 877	12 883	3.6	3.2	30.4
<b>Cofide, Financieras y Cajas</b>	<b>7 010</b>	<b>3 483</b>	<b>2.6</b>	<b>0.9</b>	<b>-50.3</b>
<b>Total</b>	<b>272 801</b>	<b>399 046</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>46.3</b>

En cambio, en moneda extranjera se produjo una expansión de los préstamos interbancarios, producto de la mayor demanda de moneda extranjera por parte de los clientes de las entidades financieras a partir del segundo trimestre de 2008, en especial los no residentes.

Transferencias LBTR en Moneda Extranjera  
(millones de dólares)

	Ene-Jun	Ene-Jun	Estructura (%)		Var.
	2007	2008	2007	2008	(%)
<b>Empresas Bancarias</b>	<b>47 768</b>	<b>106 349</b>	<b>95.2</b>	<b>95.2</b>	<b>122.6</b>
Compra-Venta de M/E	13 178	32 007	26.3	28.7	142.9
Préstamos y Devoluciones interbancarios	5 917	12 888	11.8	11.5	117.8
Transferencias de Clientes	28 673	61 454	57.2	55.0	114.3
<b>Banco de la Nación</b>	<b>1 100</b>	<b>3 591</b>	<b>2.2</b>	<b>3.2</b>	<b>226.5</b>
Compra-Venta de M/E	885	1 737	1.8	1.6	96.3
Transferencias	215	1 854	0.4	1.7	762.3
<b>Cofide, Financieras y Cajas</b>	<b>1 302</b>	<b>1 775</b>	<b>2.6</b>	<b>1.6</b>	<b>36.3</b>
<b>Total</b>	<b>50 170</b>	<b>111 715</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>122.7</b>

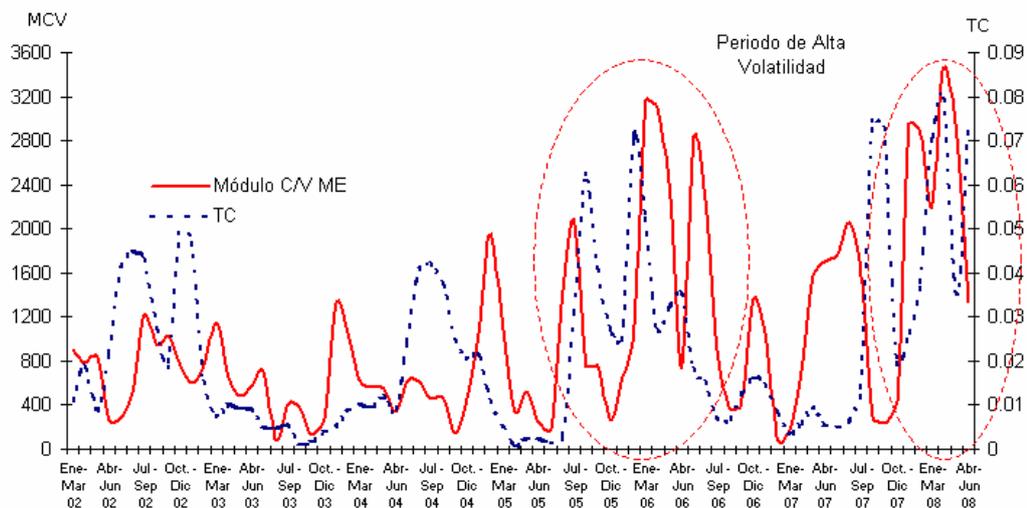
Las operaciones del MCV se expandieron principalmente por el incremento de las operaciones de las empresas bancarias (119,5 por ciento). Ello en el contexto de turbulencia en los mercados internacionales y la mayor presencia de capitales especulativos.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

Volatilidad del monto transado en el módulo de compra - venta por trimestre móvil\*

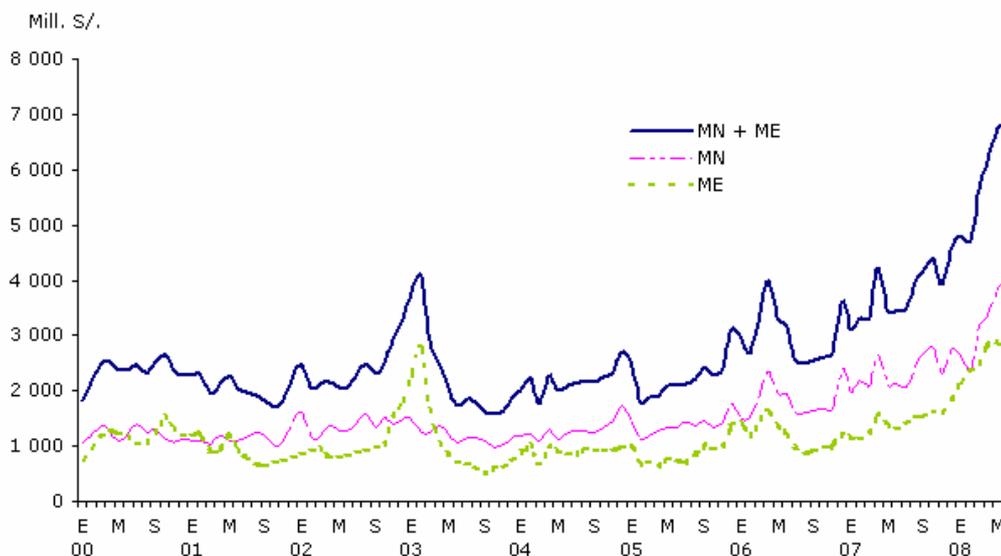


\* Medida a través de la desviación estándar

- La estructura de los pagos muestra que en moneda nacional el 41 por ciento de las transacciones del LBTR se concentraron en montos inferiores a S/. 200 mil, representando sólo el 1 por ciento del valor transado. En cambio, las transacciones superiores a los S/. 2 millones representan el 95,2 por ciento del valor total. Similar comportamiento se observa en moneda extranjera, representando las transacciones con valor superior a US\$ 500 mil el 94 por ciento del valor total y sólo el 34,6 por ciento del número de operaciones en esta moneda.

**El promedio diario de las operaciones en el LBTR ha seguido su tendencia creciente.** Así, se registró entre enero y junio de 2008 un nivel promedio de S/. 3,2 millones, 47 por ciento superior al de similar período en 2007, y de US\$ 0,9 millones, 124 por ciento mayor al del primer semestre del año anterior.

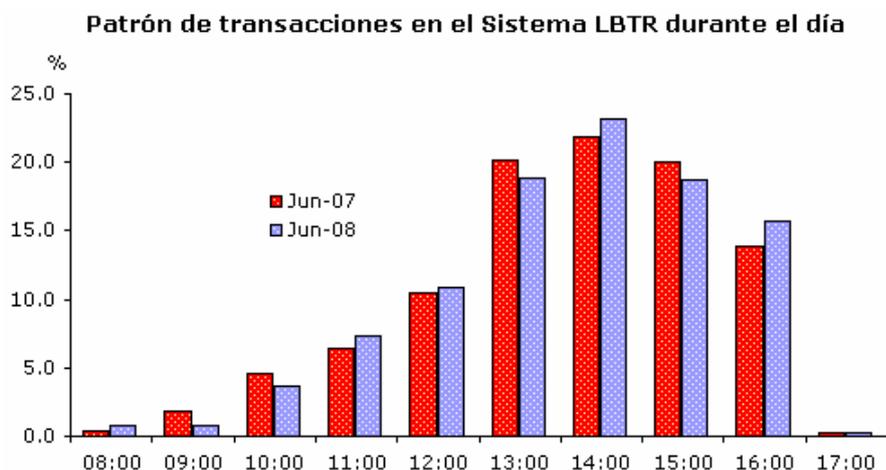
Transferencias LBTR (promedio diario)



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

6. Con relación a la estructura horaria de los pagos, el 41,9 por ciento se realiza entre las 13:00 horas y las 15:00 horas, similar a lo ocurrido en 2007 (42 por ciento). Sin embargo, se ha registrado un aumento del peso de las transacciones cercanas al cierre de operaciones, a pesar de su mayor costo relativo.



7. Un indicador de la disponibilidad de liquidez de los participantes para efectuar sus pagos en el LBTR es el ratio de pagos (transferencias y liquidaciones) a recursos disponibles de los participantes del sistema, fondos propios (en cuenta en el BCRP) y activos líquidos (CDBCRP).

$$\text{Ratio} = \frac{(\text{Liq CCE} + \text{Liq Valores} + \text{Transferencias LBTR})}{(\text{Fondos propios} + \text{activos líquidos})}$$

**En el primer semestre de 2008 los fondos propios crecieron significativamente producto de las nuevas disposiciones de encaje, entre otros factores.** Así, el ratio de pagos respecto a fondos propios en moneda nacional se redujo de 4,3 a 1,0 veces. Este nivel indica que las entidades financieras cuentan con suficientes recursos propios para hacer frente a sus pagos en nuevos soles.

En ese contexto, la constitución de facilidades financieras intradiarias, financiamiento que otorga el BCRP en el día a los participantes para facilitar sus transacciones, se redujo en 42,6 por ciento respecto del monto constituido en el mismo período de 2007.

Al respecto, para la constitución de facilidades financieras intradiarias, las entidades financieras pueden hacer uso tanto de su moneda extranjera (*swaps* intradiarios) como de otros valores, entre los que destaca el CDBCRP (repos intradiarios). Como se aprecia en el siguiente gráfico, la suma de los CDBCRP y los fondos propios supera significativamente a los pagos en moneda nacional.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

## Transferencias y liquidación en el LBTR a fondos propios + CDBCRP: Moneda Nacional



Asimismo, los fondos propios en moneda extranjera exceden lo requerido para realizar sus pagos en el LBTR, tal como se muestra en el cuadro adjunto.

**Disponibilidad de fondos para cubrir pagos**  
(Mill. S/. promedio diario)

	Fondos Propios MN (A)	Saldo promedio CDBCRP (B)	Fondos Propios ME (C)	Pagos en MN (D)	Pagos en ME (E)	Pagos (MN+ME) (F)	(D) / (A)	(D) / (A+B)	(F) / (A+B+C)
2000	118	1418	10770	1214	1163	2377	10.3	0.79	0.19
2001	144	1857	10713	1227	937	2165	8.5	0.61	0.17
2002	209	1995	11989	1471	1058	2528	7.0	0.67	0.18
2003	215	3273	11771	1274	1130	2404	5.9	0.37	0.16
2004	223	6060	10206	1376	923	2299	6.2	0.22	0.14
2005	354	9618	9865	1478	886	2365	4.2	0.15	0.12
2006	375	5571	13787	1945	1219	3163	5.2	0.33	0.16
2007	762	15244	11816	2504	1486	3990	3.3	0.16	0.14
I SEM 2005	301	10152	9382	1390	779	2169	4.6	0.13	0.11
I SEM 2006	338	5337	15337	1995	1413	3408	5.9	0.35	0.16
I SEM 2007	545	12994	11184	2352	1325	3677	4.3	0.17	0.15
I SEM 2008	3536	34299	13493	3388	2619	6006	1.0	0.09	0.12

### I.1.2 Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)

- El SLMV se inició en 2005 y comprende el sistema que liquida la parte de los fondos de las operaciones de Rueda de Bolsa y la liquidación de las transacciones con valores emitidos por el Gobierno.

El SLMV en Rueda de Bolsa ha perfeccionado el esquema de entrega contra pago al incluir al BCRP como agente liquidador y, adicionalmente, las Sociedades Agentes de Bolsa (SAB) tienen una mayor disposición de bancos liquidadores, lo que provee de mayor liquidez al sistema.

- Este sistema liquida en forma neta las negociaciones producidas, tanto de renta variable (90 por ciento) como de renta fija (10 por ciento). **Los montos negociados correspondientes a ambas operaciones cayeron en 52,1 por ciento en el primer semestre de 2008, debido principalmente a la incertidumbre producida en el mercado por la turbulencia internacional.**



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

En tanto, el monto liquidado vía LBTR fue de S/. 727 millones en moneda nacional y S/. 789 millones (US\$ 278 millones) en moneda extranjera, lo que representa una caída de 56,4 por ciento y 4,0 por ciento, respectivamente.

10. El SLMV de valores del Gobierno, que inició sus operaciones en julio de 2007 también contempla un mecanismo de entrega contra pago, mejorando la seguridad en este tipo de transacciones. Actualmente, procesa en su totalidad valores de renta fija cuya liquidación se realiza en términos brutos, es decir, operación por operación. Entre enero y junio de 2008 se ha procesado valores por S/. 1 767 millones por operaciones en moneda nacional.

## Sistema de Liquidación Multibancaria

(Millones de soles)

	Ene - Jun 2007	Ene - Jun 2008	Part. %	Var. %
<b>Moneda Nacional</b>				
<b>Rueda de Bolsa *</b>	<b>13 129</b>	<b>5 092</b>	<b>74.2</b>	<b>-61.2</b>
Monto Liquidado	1 668	727	-	-56.4
Renta Variable	12 927	4 633	91.0	-64.2
Renta Fija	202	459	9.0	127.0
<b>Valores del Gobierno</b>	<b>0</b>	<b>1 767</b>	<b>25.8</b>	<b>-</b>
<b>SUB TOTAL</b>	<b>13 129</b>	<b>6 858</b>	<b>100.0</b>	<b>-47.8</b>
<b>Moneda Extranjera</b>				
<b>Rueda de Bolsa*</b>	<b>2 981</b>	<b>2 627</b>	<b>100.0</b>	<b>-11.9</b>
Monto Liquidado	822	789	-	-4.0
Renta Variable	2 817	2 307	87.8	-18.1
Renta Fija	164	321	12.2	95.9
<b>SUB TOTAL</b>	<b>2 981</b>	<b>2 627</b>	<b>100.0</b>	<b>-11.9</b>
<b>TOTAL</b>	<b>16 110</b>	<b>9 486</b>	<b>100.0</b>	<b>-41.1</b>
Rueda de Bolsa*	16 110	7 719	81.4	-52.1
Valores de Gobierno	0	1 767	18.6	-

\* Corresponde a las operaciones de negociación en Rueda de Bolsa que finalmente liquidan en el LBTR.

Fuente : CAVALI ILCV.

### I.1.3 Cámara de Compensación Electrónica y Otros Sistemas de Pagos

11. Los pagos procesados en la CCE y en los otros sistemas de pagos (intrabancarios y los realizados con tarjeta de débito y crédito) tuvieron un menor dinamismo que el Sistema LBTR, creciendo en 7,6 por ciento y 16,1 por ciento en monto y número de transacciones, respectivamente.

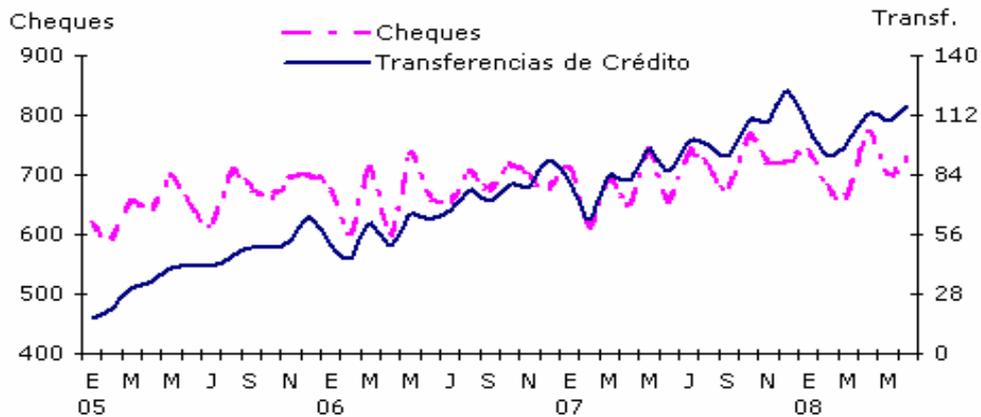
La CCE procesa a la fecha operaciones interbancarias realizadas con cheques y transferencias de crédito que representan el 4,1 por ciento del número de transacciones totales, lo que equivale a una expansión de 7,9 por ciento respecto a igual período de 2007. El cheque constituye el principal instrumento de pago procesado en la CCE. Sin embargo, su peso relativo ha caído en 2,1 puntos porcentuales, producto de la expansión en el número de transferencias de crédito (29,8 por ciento), alcanzando una participación de 12,9 por ciento en las operaciones de la CCE.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

## Evolución del número de transacciones procesadas en la CCE según tipo de instrumento (MN+ME) (miles de transacciones)



El creciente uso de las transferencias se inició cuando el Gobierno canalizó sus pagos a través de la CCE. El pago a proveedores representa, en el primer semestre de 2008, el 30 por ciento de las operaciones realizadas con transferencias de crédito y de éstas el 85 por ciento corresponde a pagos del Estado.

### Cámara de Compensación Electrónica y Otros Sistemas de Pagos (millones de soles)

	Ene-Jun 2007	Ene - Jun 2008	Estructura % 2007	Estructura % 2008	Variación (%)
<b>CCE y Otros Sistemas de Pagos</b>	<b>295 940</b>	<b>318 323</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>7.6</b>
<b>CCE<sup>1/</sup></b>	<b>75 003</b>	<b>77 572</b>	<b>25.3</b>	<b>24.4</b>	<b>3.4</b>
Cheques	71 598	72 939	95.5	94.0	1.9
Transferencias de Crédito <sup>2/</sup>	3 405	4 633	4.5	6.0	36.1
<b>Operaciones Intrabancarias<sup>3/</sup></b>	<b>215 039</b>	<b>232 991</b>	<b>72.7</b>	<b>73.2</b>	<b>8.3</b>
Cheques	108 272	123 972	50.3	53.2	14.5
Cobrados en Ventanilla	63 405	71 750	29.5	30.8	13.2
Depositados en Cuenta	44 867	52 223	20.9	22.4	16.4
Débitos en la misma entidad <sup>4/</sup>	7 528	8 021	3.5	3.4	6.5
Transferencias en la misma entidad*	43 284	42 497	20.1	18.2	-1.8
<b>Otros Sistemas de Pago</b>	<b>5 898</b>	<b>7 759</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>31.6</b>
Pagos por Tarjeta de Débito*	1 654	2 596	28.0	33.5	56.9
Pagos por Tarjeta de Crédito	4 243	5 163	72.0	66.5	21.7

1/.Cámara de Compensación Electrónica, encargada de la compensación de pagos interbancarios.

2/.Instrumento compensable interbancario que implica transferencia de fondos entre clientes de distintas instituciones financieras.

3/.Operaciones de pagos realizadas por clientes de una misma institución financiera.

4/.Instrumento que permite debitar de manera periódica la cuenta de un cliente a favor del receptor de los fondos.

\* Cifras preliminares para el 2008



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

## Junio de 2008

### Cámara de Compensación Electrónica y Otros Sistemas de Pagos (miles de transacciones)

	Ene - Jun 2007	Ene - Jun 2008	Estructura % 2006	Estructura % 2007	Variación (%)
<b>CCE y Otros Sistemas de Pagos</b>	<b>103 944</b>	<b>120 689</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>16.1</b>
<b>CCE<sup>1/</sup></b>	<b>4 553</b>	<b>4 913</b>	<b>4.4</b>	<b>4.1</b>	<b>7.9</b>
Cheques	4 063	4 278	89.2	87.1	5.3
Transferencias de Crédito <sup>2/</sup>	490	636	10.8	12.9	29.8
<b>Operaciones Intrabancarias<sup>3/</sup></b>	<b>52 691</b>	<b>55 394</b>	<b>50.7</b>	<b>45.9</b>	<b>5.1</b>
Cheques	20 779	22 405	39.4	40.4	7.8
Cobrados en Ventanilla	14 692	15 822	27.9	28.6	7.7
Depositados en Cuenta	6 087	6 583	11.6	11.9	8.1
Débitos en la misma entidad <sup>4/</sup>	3 674	6 448	7.0	11.6	75.5
Transferencias en la misma entidad*	28 238	26 542	53.6	47.9	-6.0
<b>Otros Sistemas de Pago</b>	<b>46 701</b>	<b>60 382</b>	<b>44.9</b>	<b>50.0</b>	<b>29.3</b>
Pagos por Tarjeta de Débito*	15 346	23 600	32.9	39.1	53.8
Pagos por Tarjeta de Crédito	31 355	36 782	67.1	60.9	17.3

1/.Cámara de Compensación Electrónica, encargada de la compensación de pagos interbancarios.

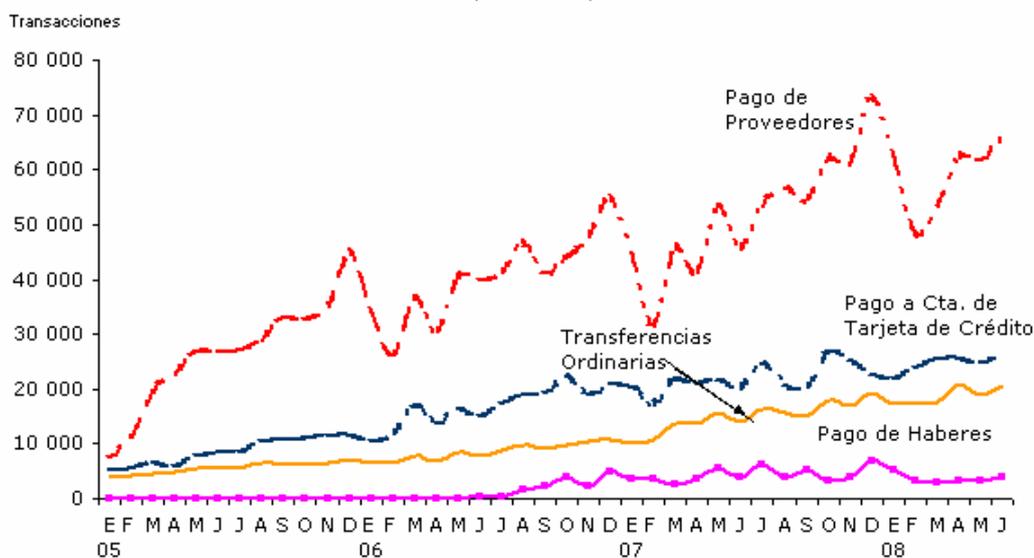
2/.Instrumento compensable interbancario que implica transferencia de fondos entre clientes de distintas instituciones financieras.

3/.Operaciones de pagos realizadas por clientes de una misma institución financiera.

4/.Instrumento que permite debitar de manera periódica la cuenta de un cliente a favor del receptor de los fondos.

\* Cifras preliminares para el 2008

### Transferencias de crédito por Tipo (MN+ME)



12. A diferencia del resto del sistema, las operaciones intrabancarias implican operaciones cuya transferencia de fondos tienen como origen y destino cuentas en la misma entidad financiera. Dichas operaciones tienen una elevada participación en el monto y número de transacciones, reflejando el grado de concentración de depósitos presente en el mercado bancario y la escasa difusión entre los clientes de los medios interbancarios de pago.
13. Por otra parte, los sistemas de tarjetas de débito y crédito procesan principalmente operaciones de liquidación de las redes de VISA, MASTERCARD, entre otras. El número de operaciones de pago realizadas con dichas tarjetas crecieron en 29,3 por ciento en el primer semestre de 2008.



## Pagos Móviles

Los pagos móviles o *m-payments* son métodos innovadores para hacer pagos minoristas que atienden preferentemente el segmento de los micro pagos y se caracterizan por emplear al teléfono móvil o celular para *activar* o *confirmar* un pago. Básicamente, existen dos tipos de pagos móviles<sup>3</sup>:

- pagos de proximidad o presenciales. Éstos requieren de un teléfono móvil con un chip incorporado y de un terminal lector en el punto de venta para ser procesados. Los pagos se activan al acercar el móvil al lector y, típicamente, se deducen de forma inmediata del valor almacenado en el chip o de la cuenta cuya información está contenida en su interior.
- pagos remotos. Utilizan una solución tecnológica integrada en el software del teléfono o mensajes de texto enviados por el móvil para confirmar la realización de un pago. Los pagos se deducen de la cuenta establecida con el proveedor del servicio de pagos móviles, la que pueda estar vinculada a una tarjeta prepago, tarjeta de crédito, tarjeta de débito, cuenta bancaria o incluso al recibo telefónico.

Los pagos móviles no necesariamente implican banca móvil, que se refiere a la exclusiva prestación de servicios bancarios a clientes que mantienen cuentas en instituciones bancarias; por tanto, este servicio de pagos puede ser desarrollado por entidades bancarias y no bancarias.

Con relación a los pagos por Internet y los pagos móviles, el consenso general es que tales pagos no plantean mayores cuestiones de política para los bancos centrales, dado que su nivel es poco significativo con relación al mercado de pagos minoristas como un todo. No obstante, se viene evaluando aspectos legales, de vigilancia y de seguridad.

La posibilidad de crecimiento de los pagos móviles depende de la seguridad objetiva y subjetiva<sup>4</sup>. La primera se refiere a las condiciones técnicas que aseguran confidencialidad, autenticación del origen de los pagos, integridad de la información durante la transmisión, que los participantes estén autorizados y que no se pueda repudiar una transacción. A ello se une la capacidad de verificación de saldos de las cuentas y de transacciones.

La seguridad subjetiva es la que el cliente percibe y es la que al final determinará si adopta o no el servicio y que está influenciada por la primera, de manera significativa. Adicionalmente, en este sistema recae sobre el cliente una parte importante de la seguridad, ya que bajo su custodia se encuentran su celular y PIN.

Los bancos centrales, en busca de la eficiencia y seguridad de todos los medios de pago, recolectan información de los desarrollos recientes de los pagos móviles en sus países, monitoreando su avance e importancia.

## I.2 Acciones para el desarrollo de los sistemas de pagos

14. El desarrollo de los sistemas de pagos en nuestro país requiere de acciones en diversas áreas, lo que necesita la intervención conjunta de los participantes: instituciones financieras, administradores, entre otros. En esa línea, el Banco Central de Reserva viene trabajando en la modernización del LBTR y en la promoción de una Ley del Sistema de Pagos.

<sup>3</sup> Becker, Krista. *Mobile Phone: The New Way to Pay?. Emerging Payments Industry Briefing*. Federal Reserve Bank of Boston. Feb 2007.

<sup>4</sup> Linck, Pouttchi. *Security Issues in Mobile Payment from the Customer Point of View*. Universidad de Augsburgo. 2006.

## Modernización del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real

15. El Sistema LBTR ofrece las principales funcionalidades de un sistema de alto valor moderno, esto es, operaciones en tiempo real, manejo de la liquidez intradiaria, mecanismo de colas (a través de *by pass FIFO*<sup>5</sup>), interacciones con la CCE y el SLMV.

**La eficiencia de la operatividad del LBTR es fundamental para el desarrollo de los sistemas de pagos en su conjunto. Por ello, una tarea permanente es la mejora continua que permita asegurar la mayor eficiencia en un contexto de alta seguridad de las transacciones.**

Así, se están generando los programas del LBTR adaptables a la plataforma tecnológica actual, lo que permitirá el desarrollo de aplicaciones más robustas, escalables y orientadas a servicios; y al mismo tiempo otorgará mayor versatilidad al permitir cambios en las aplicaciones del LBTR, sin tener que afectar la base de datos o las comunicaciones.

Dicho cambio mantiene las características funcionales existentes del LBTR, como el manejo de colas y el uso de las facilidades intradiarias; pero se adicionarán nuevas opciones que favorecerán una mayor automatización y reducción de procesos manuales, en línea con el estándar internacional en los sistemas de pago que favorecen el procesamiento directo de las operaciones (*Straight Through Processing*).

## Ley del Sistema de Pagos

16. **Se está revisando el actual marco legal del Sistema de Pagos, a la luz de la experiencia de otros bancos centrales en este campo, con la finalidad de fortalecer la normatividad vigente, alineándose a los principios establecidos internacionalmente.** En concreto, se busca sentar las bases para lograr un funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pagos y de liquidación de valores de importancia sistémica, para lo cual se requiere que:

- Introduzca el Principio de Firmeza, que implica que las órdenes de transferencia de fondos y valores no puedan ser afectadas por el emisor ni interrumpidas, anuladas o suspendidas por medidas administrativas o judiciales.
- Reconozca legalmente el “neteo”, de modo que los saldos resultantes de las compensaciones sean exigibles entre los participantes y oponibles a terceros.
- Establezca la protección de los recursos y garantías asignados al pago de las obligaciones que se generen en los sistemas de pagos, incluso frente a supuestos de intervención y liquidación de las empresas constituyentes de dichos recursos.
- El BCRP autorice el funcionamiento de los sistemas de pagos de importancia sistémica y sus reglamentos generales e internos, y que lleve a cabo la vigilancia de dichos sistemas.
- Se proteja los recursos que el BCRP presta a las entidades financieras en el contexto de proteger la cadena de pagos.

<sup>5</sup> Mecanismo de procesamiento de colas, en el que existe un orden de prioridad basado en la hora de llegada.

Los principios señalados aseguran la continuidad de las órdenes de transferencia hasta su total ejecución. Gracias a este mecanismo y al sustento legal que lo respalda, se alcanza un sistema seguro y eficiente que evite interrupciones en la cadena de pagos y por ende problemas sistémicos.

## Propuesta Legislativa para Fortalecer la Vigilancia de los Sistemas de Pago en Inglaterra

A raíz de la reciente turbulencia en los mercados globales, las entidades públicas responsables de la estabilidad financiera publicaron el documento de consulta *Estabilidad Financiera y Protección al Depositante: Fortaleciendo el Marco* en enero de 2008, en el cual se plantea medidas para:

- (i) Fortalecer la estabilidad y capacidad de reacción del sistema financiero británico e internacional.
- (ii) Disminuir la probabilidad de que bancos individuales enfrenten dificultades.
- (iii) Reducir el impacto en caso que un banco entre en dificultades.
- (iv) Proveer arreglos efectivos de compensación en los que los consumidores tengan confianza.
- (v) Fortalecer al Banco de Inglaterra y asegurar una efectiva coordinación de acciones de parte de las autoridades en Inglaterra y del exterior.

Dicho documento se actualizó en julio del presente año. Al respecto, se busca otorgar al Banco de Inglaterra facultades legales para vigilar los sistemas de pagos, ya que en la actualidad la vigilancia que se realiza se sustenta básicamente en la persuasión moral.

Los elementos principales de la propuesta sobre el tema de la vigilancia son:

- Designar al Banco de Inglaterra como única entidad encargada de la vigilancia de los sistemas de pagos.
- El reconocimiento de los sistemas de pagos de importancia sistémica estará a cargo del Tesoro, previo acuerdo con el Banco de Inglaterra. Dicho reconocimiento utilizará los criterios de número y valor de transacciones procesadas en el presente y futuro, y tomará en cuenta si las transacciones pueden ser procesadas por otro sistema de pagos, la relación con otros sistemas y si el sistema es usado por el Banco de Inglaterra en su rol de autoridad monetaria.
- El Banco de Inglaterra continuará utilizando sus actuales herramientas de vigilancia, pero tendrá poderes para disponer de herramientas adicionales si fuera necesario. Dichos poderes le facultarán a obtener información de cualquier sistema de pagos en cuanto a su naturaleza y alcance de negocios y operaciones.
- Respecto a los sistemas de pagos bajo vigilancia actualmente, el Banco de Inglaterra podrá solicitar información, publicar principios y estándares (con la aprobación del Tesoro) y tendrá poderes para hacerlos cumplir.

## Incentivo a los pagos electrónicos

17. Se ha realizado diversas acciones a fin de incentivar el uso de los medios de pagos electrónicos interbancarios, entre los cuales se encuentran:

- **Promoción de la libre elección de la cuenta remuneraciones por parte del trabajador.**

Se ha propuesto a las autoridades competentes que el pago de remuneraciones sea efectuado mediante abono en las respectivas cuentas abiertas en las instituciones financieras del Sistema Financiero Nacional que dispongan libremente los trabajadores, tanto públicos como privados.





## REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

---

- **Participación de entidades financieras no bancarias en la CCE.**

El BCRP autorizó el ingreso de la Caja Metropolitana (agosto de 2006), la Caja Municipal de Arequipa (noviembre de 2006) y la Caja Municipal de Piura (julio de 2007) a la CCE, estando esta última en la etapa de final de coordinaciones.

Ello se facilita con la reducción del pago mínimo de las tarifas aplicadas por la CCE desde el primero de julio de 2008.

- **Difusión al público de las características de las transferencias electrónicas.**

Se ha iniciado una campaña de difusión que permita informar las características relevantes de estos instrumentos a través de charlas informativas y publicaciones, ya sea en el Portal del BCRP o a través de afiches informativos.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

## II. SISTEMA FINANCIERO

### II.1 Principales desarrollos

18. **A junio de 2008, los activos del sistema financiero se elevaron en 31,8% (35,5% aislando el efecto cambiario) respecto a junio de 2007;** dinamismo consistente con el aumento de la demanda interna. En los últimos doce meses, destacó el aumento de los activos en moneda nacional como resultado de las mayores colocaciones, principalmente al segmento *retail*; así como de las inversiones orientadas a las mayores compras de CDBCRP.
19. **En el período analizado, el apalancamiento global en la banca se redujo debido a la capitalización de utilidades del ejercicio anterior en marzo de este año,** por lo que los accionistas de las entidades bancarias han asumido una mayor exposición al riesgo en comparación con los depositantes. Así, el apalancamiento global de la banca se redujo (los activos ponderados por riesgo pasaron de representar 8,4 veces el patrimonio efectivo en junio de 2007 a 8,2 veces en junio de 2008).

No obstante, el crecimiento de los activos contables (31,8%) ha sido superior al del patrimonio contable (19,6%), explicado por el aumento de los activos con ponderación de riesgo igual a cero (principalmente aquellos con el Banco Central).

#### PRINCIPALES INDICADORES DE LAS ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO

Porcentajes

	Junio 2007							Junio 2008						
	Bancos	Financier.	CM	CRAC	Edpymes	Banco Nación	TOTAL	Bancos	Financier.	CM	CRAC	Edpymes	Banco Nación	TOTAL
Cartera pesada <sup>1/</sup> / Coloc.brutas	1,7	2,4	4,6	6,7	4,7	2,9	1,9	1,3	2,4	4,3	4,1	4,4	2,0	1,5
Cartera morosa <sup>2/</sup> / Coloc.brutas	3,7	2,8	6,2	11,0	5,3	2,9	3,8	2,4	2,7	5,5	6,2	4,8	2,0	2,6
Provisiones específicas / Cartera morosa	74,2	153,9	87,4	59,2	86,0	127,4	77,3	81,2	88,2	92,5	79,1	86,9	132,4	84,1
Cartera morosa neta <sup>3/</sup> / Patrimonio	6,3	-6,5	3,5	25,1	2,7	-1,0	5,0	3,2	1,6	2,0	6,5	2,3	-1,1	2,6
Gasto prov.esp./ (Margen financ + ing.no financ.)	11,8	17,2	14,3	8,3	15,5	2,9	11,1	11,8	12,1	13,7	14,1	13,0	0,6	10,8
Gastos operat./ (Margen financ+ing.no financ.)	46,5	57,1	47,8	60,1	61,8	52,3	48,1	46,3	59,0	50,5	60,4	59,9	45,5	47,1
Utilidad / Activo promedio (ROA)	2,9	3,1	4,6	3,6	4,1	5,0	3,3	3,0	5,7	4,3	2,9	4,2	3,4	3,1
Utilidad / Patrimonio promedio (ROE)	30,7	15,5	27,0	27,8	17,9	47,6	31,9	34,3	33,4	24,8	19,5	18,3	40,5	33,9
Dolarización de las colocaciones <sup>4/</sup>	61,5	10,2	31,2	24,7	25,9	0,0	56,2	57,2	16,5	19,0	13,9	20,7	0,0	52,2
Dolarización de los depósitos <sup>5/</sup>	67,9	8,9	27,5	27,3	--	10,7	53,2	47,5	0,0	17,5	17,1	--	10,0	44,4

1/ Créditos vencidos y en cobranza judicial.

2/ Créditos vencidos, en cobranza judicial, refinanciados y reestructurados.

3/ En caso de los bancos, incluye cartera vencida, en cobranza judicial, bienes adjudicados y en fideicomisos netos de provisiones específicas.

4/ Excluye créditos al Gobierno Central del Banco de la Nación.

5/ Solo considera los depósitos del sector privado en el Banco de la Nación.

Fuente: Balances de comprobación, SBS.

20. **Los niveles de dolarización se redujeron considerablemente durante el período analizado,** tanto de las colocaciones, de 56,2% a 52,2% (53,9% aislando el efecto cambiario), como de los depósitos, de 53,2% a 44,4% (46,0% aislando el efecto cambiario), en un contexto de apreciación de la moneda nacional (6,4% en los últimos doce meses).



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

21. **Los indicadores de solvencia, calidad de cartera, eficiencia y rentabilidad de las entidades del sistema financiero mantienen la tendencia favorable de los últimos doce meses.** La rentabilidad patrimonial (ROE) pasó de 31,9% a 33,9% entre junio de 2007 y junio de 2008. Asimismo, la cartera morosa como porcentaje de las colocaciones se redujo de 3,8% a 2,6%, explicada principalmente por el mayor dinamismo de las colocaciones brutas.
22. **En los últimos doce meses, las colocaciones en moneda nacional continuaron mostrando importantes tasas de crecimiento (41,7%),** en particular los créditos a la microempresa (54,6%) y de consumo (33,5%). Asimismo, **se ha observado un importante incremento de las colocaciones en moneda extranjera (29,0%),** lo cual sería explicado por el crecimiento de los créditos comerciales destinados a financiar operaciones de arrendamiento financiero y comercio exterior.
23. **El financiamiento de las operaciones activas provino principalmente de los depósitos,** siendo los de moneda nacional los que registraron las mayores tasas de crecimiento (52,4%). Por otra parte, **los adeudados con el exterior elevaron su participación con respecto a los activos totales,** de 5,3% a 11,9%, explicado principalmente por los de largo plazo; esto último influenciado por los requerimientos de encaje sobre los adeudados con el exterior de corto plazo y no sobre aquellos de largo plazo.
24. **En los últimos doce meses, se autorizó el ingreso de nuevas entidades al sistema financiero, la transformación de dos empresas financieras en bancos y la fusión de entidades no bancarias.** Financiera CMR comenzó a operar como Banco Falabella Perú S.A. a partir de junio de 2007; Banco Santander Perú S.A. inició operaciones en octubre de 2007; Financiera Cordillera fue autorizada a operar como Banco Ripley S.A. a partir de enero de 2008; y Banco Azteca del Perú S.A. inició operaciones en la misma fecha. Asimismo, en junio último se autorizó el funcionamiento de Deutsche Bank Perú S.A., entidad que inició sus operaciones a partir del 1 de julio de 2008.

Por su parte, CRAC San Martín fue absorbida por CMAC Piura en marzo de 2008; mientras que Edpyme Edyficar fue autorizada a operar como Financiera Edyficar en ese mismo mes.

25. **En junio último, se han introducido modificaciones a la Ley General del Sistema Financiero** a través de los Decretos Legislativos N° 1 028 y N° 1 052, disposiciones que entrarán en vigencia en el período comprendido entre el 28 de junio de 2008 y el 1 de julio de 2009.

## II.2 Tamaño, Estructura y Competencia

26. **El sistema financiero está compuesto por 56 instituciones,** entre las que se incluyen bancos, financieras, cajas municipales, cajas rurales, edpymes y el Banco de la Nación. A junio de 2008, la banca concentra el 88,4% de las colocaciones y el 90,8% de los depósitos del sistema financiero.

El número de deudores del sistema financiero alcanza los 6,6 millones, de los cuales 4,6 millones corresponden a la banca. En los últimos doce meses, el número de deudores se elevó en 919 mil, resultado del incremento de los deudores de la banca en un millón.



## Número de instituciones financieras

	Jun. 2007	Jun. 2008
<b>Total</b>	<b>55</b>	<b>56</b>
Bancos	12	15
Financieras	3	3
CM	13	13
CRAC	12	11
Edpymes	14	13
Nación	1	1

Fuente: SBS

Entre junio de 2007 y de 2008, el número de empleados aumentó en 10 892 como resultado del mayor desarrollo de los negocios de las entidades financieras para atender a los segmentos de la microempresa y de consumo.

27. La banca está compuesta por 15 entidades, de las cuales tres concentran el 64,2% de las colocaciones y el 70,2% de los depósitos del sistema financiero (72,6% de las colocaciones y 77,3% de los depósitos de la banca). Los activos de la banca alcanzan los S/. 123 mil millones, lo que representa un incremento de 38,7% en los últimos doce meses, destacando el aumento de las colocaciones y de los fondos disponibles (principalmente depósitos en el Banco Central); mientras que por el lado del pasivo destacó el importante crecimiento de los adeudados con el exterior.
28. **Las empresas financieras en operación a junio de 2008 registraron activos por S/. 781 millones, lo que representa apenas el 0,5% del total de activos del sistema financiero. En el periodo, continuaban operando tres empresas financieras**, dado que la transformación de Financiera Cordillera en Banco Ripley en enero de 2008 fue compensada en marzo del mismo año, cuando Edpyme Edyficar fue autorizada a operar como empresa financiera.
29. **Las cajas municipales (CM) a junio de 2008 son 13, incluyendo 12 Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC) y la Caja Municipal de Crédito Popular (CMCP) de Lima. Estas entidades concentran el 4,1% de los activos del sistema financiero** y el 6,0% de las colocaciones; en particular, en el caso de los créditos a la microempresa esta participación se eleva a 29,4%.

El ingreso de estas entidades a la plaza de Lima Metropolitana ha introducido una mayor competencia con la banca por la captación de depósitos a plazo y de CTS, en la medida que las tasas ofrecidas por la CM son significativamente superiores a las correspondientes de la banca. Así, las CM registran tasas de crecimiento en los últimos 12 meses de 70% para los depósitos CTS.

30. **Las cajas rurales (CRAC) están compuestas por 11 entidades, alcanzando una participación de 0,8% de los activos del sistema financiero.** A nivel de colocaciones alcanza una participación de 1,0%, porcentaje que se eleva hasta 5,4% para los créditos a la microempresa. Cabe señalar que en marzo de 2008, CRAC San Martín fue absorbida por CMAC Piura.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

31. A junio de 2008, operan 13 empresas de desarrollo de la pequeña y microempresa (edpymes) que alcanzan una participación de 0,7% en el total de activos del sistema financiero, menor a la del mismo mes del año anterior (1,0%), como resultado de la transformación de Edpyme Edyficar en empresa financiera.

## II.3 Colocaciones

32. Entre junio de 2007 y junio de 2008, las colocaciones del sistema financiero se incrementaron en 29,9% (S/. 18 920 millones), como resultado del dinamismo de la economía<sup>6</sup>, en especial en los sectores construcción, comercio, minería e hidrocarburos. Esta expansión se ha dado en todos los tipos de crédito, principalmente en los créditos a la microempresa (40,0%), comerciales (31,1%) y de consumo (30,5%). En el caso de los créditos hipotecarios también se observa tasas de crecimiento importantes, en línea con el auge observado en el sector construcción.

### Colocaciones Brutas del Sistema Financiero\*

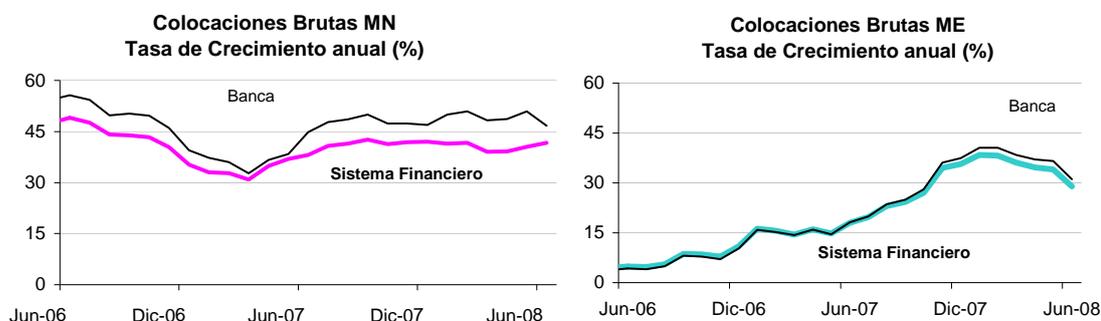
(en mill. de S/.)

	Jun-07	Jun-08	Flujo Anual	Var. % Anual
<b>Total</b>	<b>63 247</b>	<b>82 167</b>	<b>18 920</b>	<b>29,9</b>
Comercial	34 513	45 230	10 717	31,1
Microempresa	6 024	8 435	2 410	40,0
Consumo	14 600	19 057	4 457	30,5
Hipotecario	8 110	9 446	1 336	16,5

\* Se considera el efecto cambiario.

Fuente: Balance de comprobación de las entidades financieras.

33. Por monedas, las colocaciones en moneda nacional se elevaron en los últimos doce meses en 41,7% (S/. 11 537 millones); mientras que los créditos en moneda extranjera lo hicieron en 29,0% (US\$ 3 253 millones). Esta dinámica en las colocaciones y la apreciación cambiaria registrada en los últimos doce meses conllevaron a una reducción en el ratio de dolarización de los créditos del sistema financiero (de 56,2% a 52,2% entre junio de 2007 y de 2008).



<sup>6</sup> El Producto Bruto Interno real aumentó en 11,5% entre junio de 2007 a junio de 2008.





## REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

---

34. La evolución de las colocaciones del sistema financiero se explica principalmente por el comportamiento de la **banca**, dado que esta última concentra el 88,4% del total de las colocaciones del sistema financiero (y explica el 93,1% del incremento de las mismas). Entre junio de 2007 y junio de 2008, la banca elevó sus colocaciones en 32,0% (S/. 17 606 millones), destacando el dinamismo de los créditos en moneda nacional (46,7% ó S/. 9 904 millones), en particular en créditos de consumo y comerciales. En moneda extranjera, la banca incrementó sus colocaciones en 31,1% (US\$ 3 325 millones), lo cual estuvo asociado a mayores créditos comerciales.
35. La dinámica de las financieras se vio afectada por la conversión de Financiera Cordillera en Banco Ripley, lo que significó para este grupo de entidades una reducción en sus colocaciones de S/. 857,2 millones al momento de la conversión en enero de 2008; compensado por la reciente transformación de Edyficar de edpyme a financiera, lo que conllevó un incremento de las colocaciones en S/. 405,3 millones en marzo de 2008. Así, las colocaciones de las financieras pasaron de S/. 808,2 millones en junio de 2007, principalmente créditos de consumo (89,8% de las colocaciones brutas), a S/. 667,2 millones en junio de 2008, principalmente créditos a la microempresa (65,9% de las colocaciones brutas).
36. En los últimos doce meses, el total de colocaciones de las **cajas municipales** se incrementó en 30,4% (S/. 1 145 millones), explicado por el incremento de sus créditos en moneda nacional. Ello, aunado a la contracción de los créditos en moneda extranjera, conllevó que el ratio de dolarización de las colocaciones pase de 31,2% a 19,0%, entre junio de 2007 y junio de 2008.
37. Las **cajas rurales** mostraron una tasa de crecimiento de sus colocaciones en moneda nacional de 39,7% (S/. 210 millones), explicada por la reducción de las tasas de interés promedio de todos los tipos de crédito, en particular, las de créditos a la microempresa (de 53,3% en junio de 2007 a 44,8% en junio de 2008). En contraste, se registró una reducción de las colocaciones en moneda extranjera (en S/. 14,3 millones ó -26,2%), lo que respondió a un incremento de las tasas de interés promedio cobradas por los créditos comerciales y a la microempresa (que pasaron de 16,4% a 20,1% y de 23,5% a 25,3%, respectivamente).



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

38. En el caso de las **edpymes**, la contracción de las colocaciones (-1,1%) se explicó por la conversión de Edyficar en empresa financiera (sin considerar a esta entidad en junio de 2007, la tasa de crecimiento últimos doce meses de las edpymes habría sido de 44,2%).

## II.3.1 Empresas no financieras

39. Los créditos comerciales y a la microempresa se elevaron en 31,1% y 40,0%, respectivamente, observándose una desaceleración en el crecimiento anual de los créditos comerciales en moneda extranjera (de 50,1% en enero de 2008 a 37,9% en junio de 2008).

### Créditos comerciales

40. En los últimos doce meses, los créditos comerciales se elevaron en 39,2% en moneda nacional (S/. 3 880 millones) y 36,5% en moneda extranjera (US\$ 2 834 millones). Cabe señalar que el 69,6% de estos créditos están denominados en moneda extranjera. Las modalidades bajo las cuales se otorgaron estos créditos fueron préstamos (principalmente para capital de trabajo) y arrendamiento financiero (principalmente para la adquisición de maquinaria y equipo).

#### COLOCACIONES COMERCIALES DEL SISTEMA FINANCIERO

Junio 2008 (Millones de S/.)

	Empresas Bancarias	Empresas Financieras	CM	CRAC	Edpymes	TOTAL
<b>Créditos Comerciales</b>						
Total	43 968	16	1 031	117	97	45 230
Moneda nacional	13 111	14	550	59	36	13 770
Moneda extranjera (mill. US\$)	10 404	1	162	20	20	10 607
Tasa de crecimiento anual total (%)	30,9	1 071,2	37,8	4,3	62,1	31,1
Tasa de crecimiento anual MN (%)	35,4	928,7	244,6	62,6	209,7	39,2
Tasa de crecimiento anual ME-US\$ (%)	37,8	0,0	-12,7	-18,2	34,5	36,5
Tasa de crecimiento anual ME-S/. (%)	29,1	0,0	-18,2	-23,4	25,9	27,8
Tasa de dolarización (%)	70,2	12,2	46,7	49,8	62,4	69,6

Fuente: Balances de comprobación

### Créditos a la microempresa

41. Los créditos a la microempresa registraron una tasa de crecimiento anual de 40,0%, liderado por el aumento de las colocaciones en moneda nacional (54,6% ó S/. 2 512 millones). Asimismo, destacó el dinamismo de los créditos otorgados por la banca (42,9%) y por las cajas municipales (33,9%). La banca sigue liderando y ampliando su financiamiento a este sector, con una participación de 52,3% del total de créditos a la microempresa a junio de 2008.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

## COLOCACIONES A LA MICROEMPRESA DEL SISTEMA FINANCIERO

Junio 2008 (Millones de S/.)

	Empresas Bancarias	Empresas Financieras	CM	CRAC	Edpymes	TOTAL
<b>Créditos Microempresa</b>						
Total	4 408	440	2 477	458	652	8 435
Moneda nacional	3 544	392	2 207	421	549	7 113
Moneda extranjera (mill. US\$)	291	16	91	13	35	446
Tasa de crecimiento anual total (%)	42,9	--	33,9	28,3	-11,1	40,0
Tasa de crecimiento anual MN (%)	56,3	--	50,8	45,2	-5,3	54,6
Tasa de crecimiento anual ME-US\$ (%)	12,9	--	-25,3	-40,7	-28,3	-0,9
Tasa de crecimiento anual ME-S/. (%)	5,7	--	-30,1	-44,5	-32,9	-7,2
Tasa de dolarización (%)	19,6	--	10,9	8,1	15,8	15,7

Fuente: Balances de comprobación

### II.3.2 Hogares

42. El crédito a los hogares mantuvo un importante dinamismo, impulsado por la mayor demanda por créditos de consumo e hipotecarios, los que en conjunto se incrementaron en 39,0% en moneda nacional y 14,1% en moneda extranjera.

#### Créditos de consumo

43. Los créditos de consumo siguen registrando importantes tasas de crecimiento (elevándose en 30,5% en los últimos doce meses), explicado principalmente por el incremento de las colocaciones en moneda nacional<sup>7</sup>. La banca concentró casi el 80% del total de créditos de consumo otorgados por el sistema financiero a junio de 2008.

## COLOCACIONES DE CONSUMO DEL SISTEMA FINANCIERO

Junio 2008 (Millones de S/.)

	Empresas Bancarias	Empresas Financieras	CM	CRAC	Edpymes	TOTAL
<b>Créditos de Consumo</b>						
Total	15 206	86	1 227	253	155	19 057
Moneda nacional	12 168	86	1 194	247	150	15 976
Moneda extranjera (mill. US\$)	1 024	0	11	2	2	1 039
Tasa de crecimiento anual total (%)	43,8	-88,1	20,2	27,7	38,0	30,5
Tasa de crecimiento anual MN (%)	51,2	-87,5	24,5	30,3	39,9	33,5
Tasa de crecimiento anual ME-US\$ (%)	28,4	-100,0	-43,2	-26,6	4,0	24,9
Tasa de crecimiento anual ME-S/. (%)	20,2	-100,0	-46,9	-31,3	-2,6	16,9
Tasa de dolarización (%)	20,0	0,0	2,7	2,3	3,2	16,2

Fuente: Balances de comprobación

44. Del total de las colocaciones de consumo del sistema financiero, el 33,0% correspondió a créditos mediante la modalidad de tarjetas de crédito, otorgados en su mayoría en moneda nacional. En los últimos doce meses, las colocaciones en moneda nacional a través de tarjetas de crédito se han incrementado en 29,9%, habiéndose observado también un aumento

<sup>7</sup> Se incluye información del Banco de la Nación, que ha continuado con su Programa de Préstamos Multired dirigido a financiar préstamos personales a los servidores de la administración pública.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

significativo en la utilización del retiro en efectivo<sup>8</sup> en dicha moneda (de S/. 310 millones en junio de 2007 a S/. 489 millones en junio de 2008).

Por otra parte y siguiendo el dinamismo mostrado por la venta de vehículos nuevos en el mercado peruano, los créditos vehiculares en moneda extranjera de la banca se incrementaron de US\$ 153 millones en junio de 2007 a US\$ 242 millones en junio de 2008<sup>9</sup>, equivalente a 23,6% de los créditos de consumo en dicha moneda.

## Créditos hipotecarios

45. La dinámica mostrada por el sector construcción<sup>10</sup> se reflejó en el aumento de la demanda por financiamiento de las viviendas y de los proyectos inmobiliarios. En los últimos doce meses, los créditos hipotecarios crecieron 91,1% (S/. 1 133 millones) en moneda nacional y 10,0% (US\$ 216 millones) en moneda extranjera.

### COLOCACIONES HIPOTECARIAS DEL SISTEMA FINANCIERO Junio 2008 (Millones de S/.)

	Empresas Bancarias	Empresas Financieras	CM	CRAC	Edpymes	TOTAL
<b>Créditos Hipotecarios</b>						
Total	9 080	125	180	29	32	9 446
Moneda nacional	2 266	64	29	11	6	2 377
Moneda extranjera (mill. US\$)	2 297	20	51	6	8	2 383
Tasa de crecimiento anual total (%)	16,3	54,7	18,9	-13,3	-21,0	16,5
Tasa de crecimiento anual MN (%)	90,9	100,9	164,3	-10,8	452,2	91,1
Tasa de crecimiento anual ME-US\$ (%)	10,0	32,9	14,9	-8,9	-30,8	10,0
Tasa de crecimiento anual ME-S/. (%)	3,0	24,4	7,5	-14,7	-35,2	3,0
Tasa de dolarización (%)	75,0	48,5	83,9	61,7	79,7	74,8

Fuente: Balances de comprobación

### II.3.3 Colocaciones por sector económico

46. Por sector económico, se observa que los sectores que concentran la mayor parte de los créditos son industria manufacturera y comercio. Sin embargo, en la banca se ha registrado un incremento en la participación de los créditos a la minería y a transportes y comunicaciones (pasando de 4,1% a 5,1% y de 4,0% a 5,0%, respectivamente, durante el período de análisis), compensado por una reducción de los créditos a la industria manufacturera (de 21,5% a 20,2%). Por su parte, las cajas municipales han elevado la participación de sus créditos comerciales y a la microempresa (MES) de 68,9% a 71,4% de sus colocaciones totales, destacando los sectores comercio, agropecuario y transportes y comunicaciones.

<sup>8</sup> Incluye compras de cartera que efectúan las entidades financieras a sus clientes.

<sup>9</sup> En moneda nacional, también se observó un importante dinamismo de los créditos vehiculares, incrementándose en S/. 42,3 millones (94,0%) entre junio de 2007 y junio de 2008.

<sup>10</sup> Registrando un crecimiento de 14,3% entre mayo de 2007 y mayo de 2008.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

Las cajas rurales incrementaron la participación de las colocaciones a la microempresa de 50,9% a 53,4%, donde destacan transportes y comunicaciones y comercio; mientras que en las edpymes se observó una importante reducción en la participación de los créditos comerciales y a la microempresa (de 83,9% a 80,1%), siendo el sector más afectado el de comercio (de 47,8% a 41,9%). En el caso de las financieras, la dinámica mostrada en la participación de las colocaciones a la microempresa (de 0,0% a 65,9%) estuvo asociada a la inclusión de Edyficar, destacando los sectores comercio e industria manufacturera.

Distribución de las colocaciones por sector económico y tipo de entidad (%)

Sector económico	Junio 2007					Junio 2008				
	Banca	Fin.	CM	CRAC	Edpymes	Banca	Fin.	CM	CRAC	Edpymes
Créditos comerciales 1/	61,0	0,2	19,9	16,0	6,3	60,5	2,5	21,0	13,7	10,4
Créditos a la micro empresa (MES)	5,6	0,0	49,1	50,9	77,6	6,1	65,9	50,4	53,4	69,7
<b>Créditos comerciales y MES</b>	<b>66,6</b>	<b>0,2</b>	<b>68,9</b>	<b>66,9</b>	<b>83,9</b>	<b>66,6</b>	<b>68,3</b>	<b>71,4</b>	<b>67,1</b>	<b>80,1</b>
Agropecuario	2,3	0,0	3,0	20,3	4,4	2,4	0,1	3,8	19,6	6,6
Pesca	2,2	0,0	0,8	0,3	0,3	1,6	0,0	1,1	0,4	0,6
Minería	4,1	0,0	0,1	0,2	0,1	5,1	0,0	0,2	0,3	0,2
Industria Manufacturera	21,5	0,0	4,7	3,0	7,8	20,2	7,0	5,1	2,7	6,7
Electricidad, Gas y Agua	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Construcción	1,7	0,2	2,4	0,9	0,3	2,0	0,5	2,4	0,4	0,9
Comercio	13,2	0,0	37,5	24,4	47,8	13,9	37,0	38,4	25,1	41,9
Hoteles y Restaurantes	0,9	0,0	2,7	1,1	1,6	1,1	0,0	2,5	1,2	2,4
Transporte y comunicaciones	4,0	0,0	7,5	4,0	8,0	5,0	0,0	8,0	6,8	12,1
Otras actividades	12,8	0,0	10,1	12,7	13,5	12,0	23,6	9,9	10,6	8,7
<b>Créditos de consumo</b>	<b>19,2</b>	<b>89,8</b>	<b>27,1</b>	<b>28,2</b>	<b>11,9</b>	<b>20,9</b>	<b>12,9</b>	<b>25,0</b>	<b>29,5</b>	<b>16,5</b>
<b>Créditos hipotecarios</b>	<b>14,2</b>	<b>10,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>12,5</b>	<b>18,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100,0</b>	<b>100</b>							

1/ Los créditos comerciales son aquellos cuyo monto excede los US\$ 30 000 por cada crédito, independientemente del sector económico al que se dedica el cliente del banco (Resolución SBS 808-2003). Esto implica que no hay una relación de sinonimia entre los créditos al sector comercio y los créditos "comerciales".

Fuente: SBS

Elaboración: BCRP

## II.3.4 Colocaciones por regiones

47. A nivel de regiones, Lima concentra el 69,4% del total de colocaciones del país a junio de 2008, seguido por La Libertad (3,5%), Arequipa (3,0%) y Callao (2,6%). Las mayores tasas de crecimiento se registraron en el interior del país: Ayacucho (86,7%), Ancash (68,1%) y Madre de Dios (66,5%); no obstante, Lima mostró el mayor incremento de las colocaciones (S/. 12 844 millones). Por su parte, las tasas más bajas se observaron en Tacna (26,9%), Callao (20,1%) y Moquegua (12,8%).

## II.4 Riesgo de Crédito

48. Las entidades del sistema financiero (con excepción de las empresas financieras) redujeron su exposición patrimonial al riesgo de crédito en los últimos doce meses. Así, entre junio de 2007 y junio de 2008, el ratio de cartera morosa neta de provisiones específicas sobre el patrimonio pasó de 5,0% a 2,6%, debido al fuerte dinamismo de la actividad económica que ha mejorado la capacidad de pago de las empresas y de las personas naturales; a la mayor cobertura de la cartera morosa con provisiones específicas; y a la realización de ventas y castigos de dicha cartera por parte de algunas entidades bancarias.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

## Indicadores de Riesgo de Crédito (%)

	Cart. Morosa 1 neta Prov. específicas / patrimonio		Cartera Pesada 2 / Coloc. Brutas		Cartera Morosa / Coloc. Brutas		Prov. Específicas / Cartera morosa	
	Jun-07	Jun-08	Jun-07	Jun-08	Jun-07	Jun-08	Jun-07	Jun-08
Bancos	6,3	3,2	1,7	1,3	3,7	2,4	74,2	81,2
CRAC	25,1	6,5	6,7	4,1	11,0	6,2	59,2	79,1
CM	3,5	2,0	4,6	4,3	6,2	5,5	87,4	92,5
Edpymes	2,7	2,3	4,7	4,4	5,3	4,8	86,0	86,9
Financieras	-6,5	1,6	2,4	2,4	2,8	2,7	153,9	88,2
Nación	-1,0	-1,1	2,9	2,0	2,9	2,0	127,4	132,4
<b>Total</b>	<b>5,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>3,8</b>	<b>2,6</b>	<b>77,3</b>	<b>84,1</b>

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

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

Fuente: Balances de comprobación de las entidades del sistema financiero.

49. La menor **exposición al riesgo de crédito proveniente de las empresas no financieras** se sustentaría en el crecimiento de sus ventas y utilidades como resultado de la evolución favorable de la economía nacional<sup>11</sup>. El alto dinamismo de las ventas y de las utilidades de las empresas habría propiciado, en parte, una menor morosidad en los créditos otorgados al segmento empresarial (créditos comerciales y a la microempresa). Así, entre junio de 2007 y de 2008, el ratio de morosidad de los créditos comerciales del sistema financiero se redujo de 4,1% a 2,3% y el de los créditos a la microempresa de 6,3% a 4,9%.

## Indicador de cartera morosa por tipo de crédito (%)

### Sistema financiero

	Jun-07			Jun-08		
	MN	ME	Total	MN	ME	Total
<b>Total</b>	3,4	4,2	3,8	2,7	2,5	2,6
Comercial 1/	2,3	4,8	4,1	1,4	2,6	2,3
Microempresa	6,2	6,4	6,3	4,8	5,7	4,9
Consumo	3,4	3,5	3,4	3,2	2,4	3,1
<i>Tarjetas de crédito</i>	4,9	4,7	4,9	4,3	3,4	4,2
Hipotecario	0,7	1,8	1,6	0,7	1,6	1,3

1/ Se excluyen los créditos comerciales del Banco de la Nación.

Fuente: Balances de comprobación de las entidades del sistema financiero.

50. La menor **exposición al riesgo de crédito proveniente de las familias** se explicaría por el crecimiento de los ingresos familiares, relacionado al mayor empleo registrado en el país<sup>12</sup>. Esta mejora en los niveles de empleo e ingresos de las familias habría propiciado, en parte, la reducción de la morosidad de los créditos otorgados a los hogares (créditos de consumo e hipotecarios). Así, entre junio de 2007 y de 2008, el ratio de morosidad de los créditos de consumo del sistema financiero se redujo de 3,4% a 3,1% y el de los créditos hipotecarios de 1,6% a 1,3%.

<sup>11</sup> La SUNAT ha reportado que la recaudación tributaria concerniente al Impuesto a la Renta de Tercera Categoría (empresas) ascendió a S/. 1 382 millones en junio de 2008 (crecimiento anual de 14,9% en términos reales), mientras que en términos acumulados se recaudaron S/. 7 641 millones en el primer semestre de 2008 (crecimiento real de 22,5% con respecto al primer semestre de 2007). Por su parte, la recaudación del IGV Total ascendió a S/. 2 691 millones en junio de 2008 (crecimiento real de 21,5% respecto de junio de 2007); con lo que la recaudación acumulada al primer semestre de 2008 alcanzó los S/. 14 843 millones (crecimiento real de 18,1%, con respecto a similar período del 2007).

<sup>12</sup> Entre junio de 2007 y de 2008, el coeficiente de ocupación (ratio entre la población ocupada y la población en edad de trabajar) de Lima Metropolitana aumentó de 63,8% a 64,8%, y el ingreso mensual promedio de los trabajadores lo hizo de S/. 990 a S/. 1 122.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

51. **La banca** redujo su exposición patrimonial al riesgo de crédito en los últimos doce meses de 6,3% a 3,2%, evolución favorable que obedece a la mayor cobertura de la cartera morosa con provisiones específicas y a la reducción del ratio de morosidad de todas las modalidades crediticias. Sin embargo, se ha registrado un incremento en el monto de la cartera morosa de los créditos de consumo (S/. 90 millones) y a la microempresa (S/. 16 millones).
52. **Las financieras** registraron una mayor exposición patrimonial al riesgo de crédito (de -6,5% a 1,6%) debido a la transformación de la Financiera Cordillera en Banco Ripley en enero de 2008 y de la Edpyme Edyficar en Financiera Edyficar en marzo de 2008.
53. Las **cajas municipales** registraron una menor exposición patrimonial al riesgo de crédito debido a la mayor cobertura de la cartera morosa con provisiones específicas (de 87,4% a 92,5%), aunque dichas entidades han registrado un leve incremento en el monto de la cartera morosa de los créditos a la microempresa (de S/. 154,2 millones a S/. 173,3 millones).
54. Entre las entidades no bancarias, destaca la fuerte reducción de la exposición patrimonial al riesgo de crédito de las **cajas rurales**, de 25,1% a 6,5% en los últimos doce meses.
55. Las **edpymes** registraron una menor exposición patrimonial al riesgo de crédito (de 2,7% a 2,3%) debido, en parte, a la transformación de la Edpyme Edyficar en financiera en marzo de 2008. Excluyendo a dicha entidad, la exposición patrimonial de las edpymes se habría reducido de 2,4% a 2,3% como resultado de una mayor cobertura de la cartera morosa con provisiones específicas.

## II.5 Riesgo de Liquidez

56. **A junio de 2008, las entidades del sistema financiero, a excepción de las empresas financieras, mantienen ratios de liquidez con niveles por encima de los mínimos requeridos por la regulación vigente<sup>13</sup>.** En la banca, los activos líquidos en moneda nacional se mantuvieron principalmente en títulos emitidos por el Tesoro Público y el Banco Central; mientras que en moneda extranjera, en fondos de encaje en dicha moneda. En las entidades no bancarias, los activos líquidos en ambas monedas se mantuvieron principalmente en fondos de encaje.

<sup>13</sup> El ratio de liquidez calculado por la SBS se mide a través de la relación de activos líquidos sobre pasivos de corto plazo, ambos promedios mensuales. La SBS determina que dicho indicador no puede ser menor de 8% para moneda nacional y de 20% para moneda extranjera (Resolución SBS. N° 472-2001 del 20 de junio de 2001). Los activos líquidos incluyen caja; fondos disponibles en el Banco Central, en las empresas del sistema financiero nacional y en los bancos del exterior; fondos interbancarios netos deudores; y títulos representativos de deuda; entre otros. Los pasivos de corto plazo, por su parte, incluyen las obligaciones a la vista, de ahorro y a plazo, fondos interbancarios netos acreedores y adeudados de corto plazo, entre otros.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

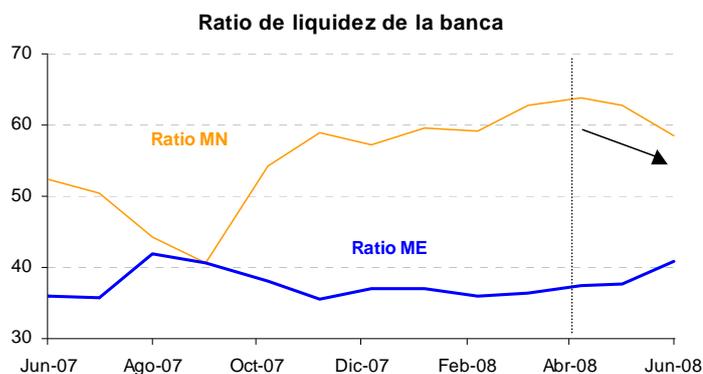
Junio de 2008

## Ratios de liquidez por tipo de entidad

	Moneda nacional (%)		Moneda extranjera (%)	
	Jun-07	Jun-08	Jun-07	Jun-08
Banca	52,4	58,5	35,9	40,9
Cajas municipales	31,5	24,9	39,4	39,9
Cajas rurales	20,5	24,9	47,7	54,5
Financieras	16,3	6,1	-,-	-,-

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

57. En la **banca**, la mejora en la posición de liquidez en ambas monedas se reflejó en el aumento del ratio de liquidez de 52,4% a 58,5% en moneda nacional y de 35,9% a 40,9% en moneda extranjera entre junio de 2007 y de 2008. No obstante, en moneda nacional dicho ratio ha registrado un cambio de tendencia, disminuyendo a partir de abril de 2008, fecha en que entraron en vigencia las medidas más restrictivas a los depósitos de las entidades financieras no residentes<sup>14</sup> y la consecuente no renovación de dichos depósitos<sup>15</sup>.



58. En su composición, los activos líquidos en moneda nacional estuvieron constituidos principalmente por instrumentos emitidos por el Banco Central, cuya tenencia total por parte de la banca aumentó en S/. 7 565 millones entre junio de 2007 y de 2008. Sin embargo, la evolución de dicha tenencia por tipo de instrumento fue diferenciada. La tenencia en Certificados de Depósito de negociación restringida o CDBCRP-NR se incrementó en S/. 12 795 millones, mientras que la de CDBCRP negociables se redujo en S/. 5 230 millones, títulos que se dejaron de emitir a inicios de 2008.
59. El aumento de la posición de liquidez en moneda extranjera de la banca estuvo asociado al efecto de las recientes medidas de encaje en dicha moneda. Así, del incremento de los activos líquidos (US\$ 1 089 millones) entre febrero y junio de 2008, la mayor parte correspondió a los fondos de encaje (US\$ 939 millones) y, en menor medida, a los depósitos *overnight* en el Banco Central.

<sup>14</sup> En abril de 2008, se incrementó a 40% la tasa de encaje marginal para depósitos y obligaciones de corto plazo en cualquier moneda de las entidades financieras no residentes. Asimismo, en mayo dicha tasa de encaje se elevó a 120% en moneda nacional y a 45% en moneda extranjera.

<sup>15</sup> El retiro de los depósitos de no residentes habría reducido tanto el numerador (activos líquidos) cuanto el denominador (pasivos de corto plazo) del ratio de liquidez, pero dado que dicho ratio es menor a 100%, el efecto total habría sido una reducción del ratio.



60. Una operación que compensó parcialmente este aumento de la posición de liquidez fue la proveniente de la decisión de las entidades bancarias de disminuir sus posiciones en dólares (a través de ventas en el mercado *spot*) ante el aumento de las operaciones *forward* compra de dólares. Así, el saldo neto de los *forward* compra de dólares aumentó en US\$ 334 millones, lo que fue compensado por la reducción de la posición neta de *swaps* de moneda en US\$ 322 millones; mientras que la posición de cambio contable en moneda extranjera (activos menos pasivos en dólares) se redujo en US\$ 194 millones. Ello se tradujo en una reducción de US\$ 182 millones en la posición de cambio global o cubierta<sup>16</sup>, la que finalmente mide la exposición de las entidades financieras al riesgo cambiario.
61. En los últimos doce meses, las **empresas financieras** redujeron su ratio de liquidez en moneda nacional (de 16,3% a 6,1%) debido al efecto contable de la transformación de la Financiera Cordillera en Banco Ripley. A ello, se añade el efecto regulatorio de la transformación de la Edpyme Edyficar en empresa financiera, entidad que, como edpyme, no estaba obligada a cumplir los requerimientos de liquidez establecidos por la SBS.
62. Las **cajas municipales** redujeron su ratio de liquidez en moneda nacional (de 31,5% a 24,9%) debido al mayor crecimiento de las colocaciones (53,5%) en relación al de los depósitos (44,9%). En moneda extranjera, el ratio de liquidez de estas entidades no registró mayor variación.
63. Las **cajas rurales** registraron una mejora en sus indicadores de liquidez en ambas monedas. En moneda nacional, el ratio de liquidez se incrementó de 47,7% a 54,5%, debido al mayor crecimiento de los depósitos en relación a las colocaciones, lo que les permitió incrementar sus fondos disponibles en el período (43,9%).

En moneda extranjera, las CRAC exhibieron un incremento en su ratio de liquidez (de 47,7% a 54,5%), manteniendo niveles mayores a los del resto de entidades del sistema financiero en el período. Esta evolución se debió a la mayor reducción de los pasivos de corto plazo (-20,4%) en relación a los activos líquidos (-6,5%).

## II.6 Fuentes de Financiamiento

64. Las operaciones activas del sistema financiero tienen como principal fuente de recursos a los depósitos; sin embargo, los adeudados con el exterior han venido elevando su participación en el financiamiento de los activos, principalmente de los bancos y de las empresas financieras.

---

<sup>16</sup> La posición de cambio global se mide como la suma de la posición de cambio contable (activos en dólares menos pasivos en dólares) y la posición global en operaciones a futuro (el saldo neto de *forward* compra por vencer más la posición neta de *swaps* de moneda).

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

## Principales fuentes de financiamiento del Activo

(como % del activo de cada entidad)

Entidades	Junio 2007					Junio 2008				
	Depósitos	Adeudado al exterior	Adeudado a COFIDE	Obligaciones en circulación	Total de princ. fuentes (Mill S/.)	Depósitos	Adeudado al exterior	Adeudado a COFIDE	Obligaciones en circulación	Total (Mill S/.)
Sistema Financiero	61,3	5,3	2,8	2,4	83 062	59,8	11,9	1,2	2,4	114 768
Banca	71,6	6,2	3,0	3,0	74 755	66,8	13,9	0,9	3,0	104 772
Financieras	50,7	0,0	0,6	6,5	568	12,4	11,4	15,4	6,5	356
CM	62,7	3,1	7,1	0,0	3 621	64,7	3,3	6,0	0,0	4 530
CRAC	63,6	1,0	7,2	0,0	681	65,6	0,8	7,5	0,0	846
Edypmes	0,0	34,0	14,2	0,0	556	0,0	35,0	11,1	0,0	504

Fuente: Balances de comprobación.

## II.6.1 Depósitos

65. Entre junio de 2007 y junio de 2008, los depósitos en el sistema financiero aumentaron en S/. 17 413 millones (52,4%) en moneda nacional y en US\$ 1 731 millones (14,5%) en moneda extranjera. El significativo crecimiento de los depósitos en moneda nacional ha conllevado a una disminución en el ratio de dolarización de los depósitos de 53,2% a 44,4%, en el mismo período. Ello estaría relacionado, en parte, con el proceso de solarización de los flujos de dólares provenientes del exterior (exportaciones, remesas, entre otros), y con las expectativas de apreciación de los depositantes<sup>17</sup>.

### DEPÓSITOS DE LAS EMPRESAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Junio 2008 (Millones de S/.)

	Empresas Bancarias	Banco de la Nación	Empresas Financieras	CM*	CRAC	TOTAL
<b>Depósitos totales</b>						
Total	82 719	3 696	9	3 965	751	91 140
Moneda nacional	43 440	3 324	9	3 271	623	50 666
Moneda extranjera (mill. US\$)	13 243	125	0	234	43	13 646
Tasa de crecimiento total (%)	29,4	24,6	-97,8	27,4	24,6	28,4
Tasa de crecimiento MN (%)	57,7	25,5	-97,6	44,9	42,1	52,4
Tasa de crecimiento ME-US\$ (%)	15,3	25,2	--	-13,3	-16,6	14,5
Tasa de crecimiento ME-S/ (%)	8,0	17,2	--	-18,8	-21,9	7,2
Tasa de dolarización (%)	47,5	10,0	0,0	17,5	17,1	44,4

66. En la banca, los **depósitos de las empresas no financieras** se incrementaron en 39,8% en los últimos doce meses, lo que estuvo estrechamente asociado a la evolución de sus actividades operativas, en un contexto de fuerte expansión económica. Los **depósitos de las personas naturales** aumentaron en 17,6%.

<sup>17</sup> Según la encuesta de expectativas macroeconómicas elaborada por el BCRP en julio de 2008, a junio de 2008 las empresas no financieras y los analistas económicos esperan que en diciembre de 2008 el tipo de cambio se reduzca a 2,87 y 2,75 nuevos soles por dólar, respectivamente.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

Depósitos (mill. S/.)	Junio 2007			Junio 2008			Var.% Jun.08/Jun.07		
	Banca	CM 1/	CRAC	Banca	CM 1/	CRAC	Banca	CM 1/	CRAC
Personas Naturales	25 564	2 552	532	30 055	3 363	676	17,6	31,8	27,0
Empresas no financieras	34 923	420	71	48 806	427	49	39,8	1,7	-31,5
No residentes	63	3	0	78	0	0	24,1	--	--

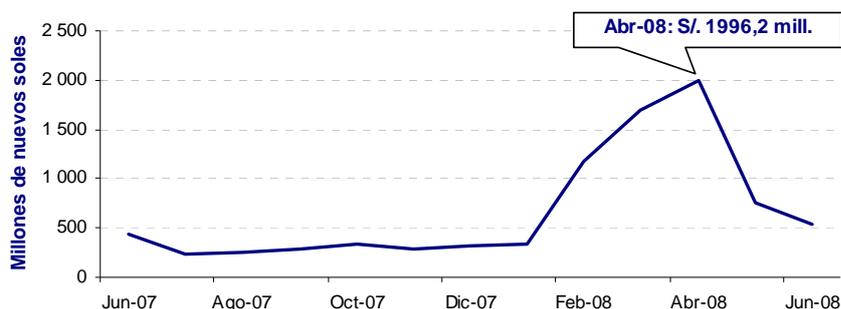
1/ Considera a CMCP Lima

Elaboración: BCRP

Fuente: SBS

67. Los **depósitos de las entidades públicas** en la banca se incrementaron en 27,7% en moneda nacional y en 85,0% en moneda extranjera entre junio de 2007 y junio de 2008. Esta dinámica determinó que el indicador de dependencia de fondos públicos (depósitos públicos sobre patrimonio contable) de la banca se incrementara de 83,1% a 92,8% en similar período.
68. Es importante resaltar el comportamiento de los depósitos de los no residentes, cuyos fondos se incrementaron en 25,5% (S/. 109,8 millones) en los últimos doce meses. Cabe destacar que, como consecuencia de las nuevas disposiciones de encaje, se revirtió la tendencia creciente de estos depósitos observada en los primeros meses del presente año. Así, entre abril y junio últimos, los depósitos de no residentes en la banca se redujeron en S/. 1 455,9 millones.

Depósitos de no residentes de la banca



69. Las **empresas financieras** han visto significativamente reducidos sus depósitos, de S/. 403 millones a S/. 9 millones, como resultado de la transformación de Financiera Cordillera en Banco Ripley, y porque la principal fuente de fondos de Financiera Edyficar es el adeudado con el exterior, dado que como edypme no podía captar fondos del público.
70. Las **cajas municipales** registraron un importante crecimiento en la captación de depósitos como resultado de las elevadas tasas de interés que ofrecen en comparación con el sistema bancario. En los últimos doce meses y considerando el efecto cambiario, el total de depósitos de las cajas municipales se incrementó en 27,4%.
71. Las **cajas rurales** elevaron sus depósitos en 24,6%, explicado principalmente por los mayores depósitos en moneda nacional (42,1%).



### Depósitos por regiones

72. A nivel de regiones, Lima es la principal fuente de depósitos del sistema financiero (77,1%), observándose una mayor concentración para el caso de las financieras y la banca (100% y 80,1%, respectivamente). En el caso de las cajas municipales, el departamento de Piura representa otra fuente importante de fondos (14,8%), además de Lima (24,5%); mientras que para las cajas rurales, los recursos provienen principalmente de La Libertad (19,7%) e Ica (16,5%).
73. Los depósitos captados en Lima por el sistema financiero se incrementaron en 32,8%, siendo así la región con mayor crecimiento en captaciones, seguido de Arequipa (25%) y Apurímac (24,5%). La banca registró un importante crecimiento en las captaciones de depósitos a través de sus sucursales en el exterior (46,4%).

### II.6.2 Adeudados

74. A junio de 2008, los **adeudados con el exterior** del sistema financiero registraron un importante crecimiento respecto al mismo mes del año anterior, tanto en moneda nacional (S/. 710 millones ó 237,2%) como extranjera (US\$ 3 927 millones ó 214,4%). Se observa una reestructuración en el plazo de los adeudados, de corto a largo plazo, explicado en parte importante por las nuevas disposiciones de encaje<sup>18</sup>: los adeudados de corto plazo pasaron del 64,2% del total de adeudados en junio de 2007 a 40,5% en junio de 2008.

Adeudados con el exterior del sistema financiero		
Proporción (%)	Corto plazo	Largo plazo
Jun-07	64,2	35,8
Ago-07	64,7	35,3
Oct-07	61,8	38,2
Dic-07	38,8	61,2
Feb-08	42,2	57,8
Abr-08	44,8	55,2
Jun-08	40,5	59,5

Fuente: Balances de comprobación de las empresas del sistema financiero

El crecimiento de los adeudados con el exterior se dio principalmente en la **banca**: S/. 512 millones en moneda nacional y US\$ 3 897 millones en moneda extranjera. Del incremento total del adeudado en moneda extranjera, US\$ 2 697 millones correspondieron a los de largo plazo y US\$ 1 200 millones a los de corto plazo<sup>19</sup>. El uso de estos fondos estaría relacionado a la mayor compra de dólares a futuro realizada por los bancos, así como al financiamiento de la expansión de sus colocaciones.

<sup>18</sup> En setiembre de 2007, se excluyó como obligación sujeta a encaje a los créditos del exterior cuyo plazo de vencimiento fuera mayor a dos años. Esta modificación tuvo como finalidad la de inducir a que la estructura de financiamiento, a través de adeudados con el exterior, de las entidades del sistema financiero sea menos vulnerable a choques externos, en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

<sup>19</sup> Incluyendo este aumento, a junio de 2008, los adeudados al exterior de corto plazo en moneda extranjera de la banca totalizaron US\$ 2 401 millones, monto que equivalía al 39,2% de sus fondos disponibles en esa moneda y al 8,8% de la Posición de Cambio del Banco Central.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

75. El incremento de los adeudados con el exterior de la banca se tradujo en mayores niveles del indicador de pasivos externos (adeudados con el exterior más los depósitos de no residentes) sobre patrimonio contable, que pasó de 71,8% en junio de 2007 a 173,3% en junio de 2008; aunque buena parte de este aumento se explicó por los mayores adeudados de largo plazo. De esta manera, los pasivos externos de corto plazo (a menos de un año) pasaron de 51,1% del patrimonio contable a 74,8% en el mismo período.

## II.7 Rentabilidad

76. En la primera mitad de 2008, el sistema financiero continuó manteniendo su alta rentabilidad, debido principalmente a que en los últimos años, los créditos otorgados al segmento *retail* (por los que se obtiene un mayor margen) han experimentado un fuerte crecimiento, alcanzando hasta el 44,5% del total de colocaciones del sistema a junio de 2008. Así, la utilidad acumulada en el primer semestre del año fue de S/. 2 208 millones, superior en S/. 478 millones a la registrada en similar período de 2007, con un rendimiento sobre el patrimonio (ROE) que pasó de 31,9% a 33,9%, aunque el rendimiento sobre los activos (ROA) se redujo de 3,3% a 3,1%.

**RENTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO**  
Como porcentaje de activos

BANCOS	ENERO - JUNIO 2007 (anualizado)							ENERO - JUNIO 2008 (anualizado)						
	Margen financiero	Ingreso no financiero	Gastos operativos	Provisiones	Otros *	ROA	ROE**	Margen financiero	Ingreso no financiero	Gastos operativos	Provisiones	Otros *	ROA	ROE**
<b>BANCA</b>	<b>7,9</b>	<b>2,1</b>	<b>4,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>2,9</b>	<b>30,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,8</b>	<b>4,2</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,0</b>	<b>34,3</b>
BCO. NACION	5,8	3,7	5,0	0,3	0,8	5,0	47,6	5,4	1,9	3,3	0,1	-0,4	3,4	40,5
FINANCIERAS	13,6	3,2	10,1	3,2	-0,3	3,1	15,5	27,2	0,3	16,2	3,1	-2,4	5,7	33,4
CM	16,7	0,2	8,1	2,1	-2,1	4,6	27,0	16,5	0,2	8,4	2,1	-1,9	4,3	24,8
CRAC	16,0	0,4	9,9	1,3	-1,6	3,6	27,8	16,0	0,1	9,8	2,1	-1,3	2,9	19,5
EDPYMES	23,5	0,1	14,6	3,0	-1,9	4,1	17,9	20,9	0,2	12,7	3,4	-0,9	4,2	18,3
<b>SISTEMA</b>	<b>8,4</b>	<b>2,2</b>	<b>5,1</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>3,3</b>	<b>31,9</b>	<b>7,7</b>	<b>1,8</b>	<b>4,4</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>33,9</b>

\* También considera los ingresos y gastos extraordinarios, participaciones de los trabajadores en la utilidad e impuesto a la renta.

\*\* Rentabilidad sobre patrimonio contable.

Fuente: Balances de Comprobación.

77. El aumento del ROE se explicó por el mayor apalancamiento contable durante el período analizado, mientras que el menor ROA estaría asociado al desarrollo descendente del margen financiero e ingresos no financieros, como porcentaje de los activos, iniciado a comienzos del año anterior. La disminución del margen financiero (de 8,4% a 7,7% de los activos) fue explicada, por un lado, por los menores ingresos financieros obtenidos en términos de los activos (debido principalmente a la reducción de las tasas de interés activas en los créditos al segmento *retail*) y, por otro lado, por el aumento de los costos financieros. La reducción de los ingresos no financieros (de 2,2% a 1,8% de los activos) fue explicada por el bajo crecimiento de los ingresos por comisiones de servicios relacionados con transferencias, estudios técnicos y legales, asesoría financiera y tarjetas de crédito y débito. En la tendencia seguida por el margen financiero del sistema fue determinante el resultado obtenido por la banca.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008



## TASAS DE INTERÉS

En moneda nacional	Junio de 2007				Junio de 2008			
	Comercial	Mes *	Consumo	Hipotecario	Comercial	Mes *	Consumo	Hipotecario
Banca	8,9	35,5	36,3	9,5	9,5	34,6	35,8	9,5
Financieras			54,1				n.d.	
CM	26,3	46,4	31,5	26,5	23,1	41,6	29,0	13,3
CRAC	24,0	53,3	32,7		19,9	44,8	30,4	17,3
Edpymes	31,2	52,5	69,1	21,0	32,3	49,3	66,3	11,7

En moneda extranjera	Junio de 2007				Junio de 2008			
	Comercial	Mes *	Consumo	Hipotecario	Comercial	Mes *	Consumo	Hipotecario
Banca	9,2	25,5	15,7	9,1	11,2	22,8	18,7	9,4
Financieras	0,0		11,0	11,5			n.d.	
CM	17,2	23,9	22,2	13,2	17,9	23,9	17,0	12,2
CRAC	16,4	23,5	20,0	19,6	20,1	25,3	17,5	16,0
Edpymes	21,6	27,7	30,8	10,9	20,6	27,9	26,1	10,5

\* Mes = microempresas

Fuente: SBS

78. La mayoría de las entidades del sistema financiero han continuado reduciendo sus gastos operativos como proporción del activo, principalmente por el crecimiento en el nivel de sus operaciones. Asimismo, los gastos efectuados en provisiones para colocaciones se han reducido ligeramente como consecuencia de la mejora en la calidad de los activos, aunque éstos siguen siendo elevados en las entidades no bancarias, orientadas al segmento *retail*.

### II.7.1 Rentabilidad de la Banca

79. A junio de 2008, la banca obtuvo utilidades por S/. 1 694 millones (76,7% de las utilidades del sistema financiero), superior en S/. 482 millones a las de junio de 2007, con un ROE que pasó de 30,7% a 34,3% y un ROA que se mantuvo en alrededor de 3,0%. El aumento del ROE fue explicado por el crecimiento del apalancamiento contable en el período. Parte importante de los recursos captados se orientó hacia activos con menor riesgo, tales como títulos emitidos por el Banco Central.

80. La reducción del margen financiero (de 7,9% a 7,3% de los activos) y de los ingresos no financieros (de 2,1% a 1,8% de los activos) ha sido amortiguada con ajustes en los gastos operativos (de 4,6% a 4,2% de los activos), menores gastos para provisiones (de 1,2% a 1,0%), así como menores gastos extraordinarios. La dinámica del margen financiero fue explicada principalmente por la fuerte competencia en los mercados de créditos de consumo y a la microempresa, lo que se reflejó en la reducción de las tasas de interés activas en moneda nacional; por la mayor participación de los activos en moneda nacional menos rentables (títulos emitidos por el Banco Central) en el total de activos de la banca; y por el aumento del costo financiero, debido a la mayor participación de aquellas fuentes de financiamiento que tienen un costo más alto (depósitos a plazo en moneda nacional y adeudados con el exterior en moneda extranjera).

La tendencia descendente de los ingresos no financieros en términos de activos obedece también a la fuerte competencia entre las entidades bancarias, la que determinó un bajo crecimiento de los ingresos por comisiones de servicios relacionados con tarjetas de crédito y débito, transferencias, asesoría financiera y estudios técnico-legales. Por otro lado, el menor gasto operativo respecto a los activos de la banca, a pesar del aumento del número de personal (en 9 219 trabajadores, de los cuales 3 577 corresponden a los bancos que se han incorporado al sistema) y oficinas (en



284), fue debido a los ajustes efectuados en los gastos relativos a seguros, honorarios profesionales, reparaciones y mantenimiento, así como al importante crecimiento en el nivel de sus operaciones.

81. Los gastos efectuados para provisiones como proporción del activo se han reducido como consecuencia de la mejora en la calidad de los activos, principalmente en los créditos comerciales, y por los castigos o ventas efectuadas de las carteras que se encontraban totalmente provisionadas.
82. Estos resultados y la posición patrimonial de la mayoría de los bancos se han visto reflejados en sus clasificaciones de riesgo, casi todas ellas superiores a "A-". La solidez de la banca peruana queda de manifiesto cuando se compara su rentabilidad con la de sus pares latinoamericanos. A junio de 2008, la banca peruana fue la más rentable en América Latina en términos de ROE, mientras que en términos de ROA solamente fue superada por Paraguay<sup>20</sup>.

### II.7.2 Rentabilidad de las Entidades No Bancarias

83. Las cajas municipales (CM), luego de las financieras, continúan siendo las entidades más rentables del sistema, a pesar de la disminución de su ROA (de 4,6% a 4,3%) y ROE (de 27,0% a 24,8%). Ello fue explicado por el menor margen financiero (de 16,7% a 16,5% de los activos), asociado a la pérdida registrada por diferencia de cambio<sup>21</sup>; el bajo crecimiento de los ingresos por operaciones con valores; las menores tasas de interés de los créditos a microempresas y de consumo en moneda nacional, debido a la fuerte competencia en estos segmentos; el aumento de los costos financieros, debido a la mayor participación de los depósitos a plazo en su financiamiento; y los mayores gastos operativos (de 8,1% a 8,4% de los activos), debido al incremento del número de personal, atenuado parcialmente por los esfuerzos realizados para reducir los gastos en publicidad, seguros y servicios.
84. En el primer semestre del año, las cajas rurales (CRAC) registraron menores indicadores de rentabilidad respecto a similar período del año anterior (ROA de 3,6% a 2,9%; y ROE de 27,8% a 19,5%). La menor rentabilidad fue explicada principalmente por el aumento de los gastos efectuados en provisiones para colocaciones; por los menores ingresos por comisiones de servicios relacionados a transferencias y giros; y por el aumento de los egresos por servicios de cobranza. Pese a la reducción de las tasas de interés activas, el margen financiero se mantuvo en 16,0% de los activos, principalmente por el fuerte crecimiento de los créditos a la microempresa en moneda nacional.

Las **edpymes** han mejorado ligeramente sus indicadores de rentabilidad respecto a junio de 2007 (ROA, de 4,1% a 4,2%; y ROE, de 17,9% a 18,3%), a pesar de la conversión de Edyficar en financiera en marzo de 2008. Las utilidades acumuladas a junio de 2008 ascendieron a S/. 24,9 millones (superior en S/. 3,0 millones a las de junio de 2007).

### II.8 Factores a considerar en el desarrollo del Sistema Financiero

<sup>20</sup> Con información de los boletines mensuales de FELABAN a junio de 2008.

<sup>21</sup> La posición de cambio contable pasó de US\$ 64 millones a US\$ 20 millones.





85. El sistema financiero en su conjunto viene desarrollándose sostenidamente, fortaleciendo su posición financiera y mejorando sus niveles de rentabilidad y eficiencia operativa. Sin embargo, enfrenta una serie de desafíos, los que a su vez constituyen oportunidades para que continúe su proceso de crecimiento y, con ello, ampliar el nivel de profundización financiera en el país. Estos desafíos son:
- a. **Ampliar continuamente el universo de clientes a fin de diversificar el riesgo de crédito.** La mayor participación de los créditos de consumo en el portafolio crediticio de las entidades del sistema financiero ha conllevado un rápido incremento del endeudamiento promedio de los prestatarios de los créditos de consumo. Por ello, dichas entidades necesitan mejorar sus niveles de productividad y hacer que su política crediticia les permita evaluar de manera eficiente el riesgo de crédito inherente a los agentes económicos del segmento minorista.
  - b. **Apoyar la implementación de la Central de Riesgos por Operaciones (CRO).** Las centrales de riesgo cumplen un rol fundamental al proporcionar información actualizada sobre el historial crediticio de los prestatarios de las entidades financieras. Por ello, las entidades financieras deben seguir con sus esfuerzos de actualizar la información pertinente respecto a la capacidad de endeudamiento del solicitante de crédito y coadyuvar al proceso de modernización de la central de riesgos. A diferencia de la actual central de riesgos de la SBS, que opera con información del saldo de deuda por individuo en cada entidad financiera, la CRO contendrá información más detallada que facilitaría una evaluación más rigurosa del riesgo de crédito (cronogramas de pagos, línea de crédito comprometida, información de garantías, entre otros).
  - c. **Implementar el esquema de provisiones anticíclicas.** A diferencia de las provisiones específicas, que se realizan cuando el prestatario incumplió con sus obligaciones crediticias, las provisiones anticíclicas tienen carácter preventivo y sólo se acumulan en los momentos de auge económico y crediticio. Los beneficios de estas provisiones se observarían en la parte descendente del ciclo económico, al proporcionar reservas que podrían emplearse para financiar los mayores niveles de provisiones específicas que se requerirían constituir en las recesiones. Con ello, se lograría una senda de expansión del crédito más estable y una mayor fortaleza del sistema financiero.
  - d. **Promover una mayor utilización de los medios de pago electrónicos.** Los medios de pago electrónicos promueven una mayor bancarización de las personas naturales y de las empresas, al reducir los costos de transacción de sus operaciones. Por su parte, al emplear estos medios de pago, las entidades del sistema financiero disminuyen su riesgo de liquidez debido a que las liquidaciones se realizan en tiempo real.
  - e. **Profundizar la estabilidad de las fuentes de financiamiento.** Luego de registrarse un incremento de la participación de los créditos de largo plazo en el portafolio crediticio de las entidades bancarias, sería deseable un mayor dinamismo del fondeo de largo plazo, el cuál debería crecer más a fin de propiciar una mayor estabilidad en las fuentes de financiamiento y un adecuado calce en los plazos de activos y pasivos.



- f. **Continuar la reducción de los niveles de dolarización de créditos y depósitos.** En una situación de volatilidad en los mercados financieros internacionales podría ocurrir una eventual reversión de los flujos de capitales y, con ello, una depreciación de la moneda doméstica que afectaría la capacidad de pago de aquellos deudores que generan sus ingresos en moneda nacional y que mantienen sus pasivos en dólares, encareciéndose las obligaciones en términos de la moneda doméstica. Por ello, es necesario que las entidades del sistema financiero incorporen explícitamente este riesgo en sus modelos internos de asignación crediticia.
- g. **Profundizar el mercado de coberturas.** Una manera de mitigar el riesgo cambiario es a través de la profundización del mercado de coberturas, en particular las operaciones de compra y venta de moneda extranjera a plazo (*forward*), las de permutas financieras (*swaps* de monedas) y las de opciones de compra y venta de moneda extranjera, mercado que aún permanece circunscrito a algunas empresas corporativas y cuyo desarrollo ayudaría a reducir el riesgo de la dolarización del crédito. Cabe señalar que la estabilidad macroeconómica del Perú proporciona el escenario propicio para que las entidades del sistema financiero impulsen el desarrollo del mercado de coberturas.
- h. **Aumentar los niveles de capitalización.** Las mayores utilidades de las entidades financieras generan la oportunidad para que ellas aumenten su nivel de capitalización, para que crezcan de manera más ordenada y, con esos recursos, puedan afrontar las necesidades de inversión que requieran su crecimiento. Asimismo, una mayor capitalización los ayudará a mejorar su nivel de apalancamiento global, con la finalidad de que dispongan de mayores recursos que les permita absorber potenciales eventos inesperados que pudieran afectar al sistema financiero en el futuro. Adicionalmente y para enfrentar los riesgos asociados a la concentración que existe en el sistema financiero peruano, las entidades financieras que concentran la mayor parte de los créditos y depósitos del sistema financiero deberían de realizar aportes de capital adicionales.
- i. **Ampliar la oferta de servicios en las entidades no bancarias.** Las entidades no bancarias estarán en mejores condiciones de competir con la banca a partir de diciembre de 2008, con la modificación de la regulación que les permita ampliar su oferta de servicios financieros, tales como la posibilidad de otorgar créditos sindicados, adquirir instrumentos de capital y de deuda, financiar comercio exterior, hacer *factoring*, entre otros (Decreto Legislativo N° 1 028). Paralelamente, estas entidades podrían explorar alternativas financieras y empresariales así como la búsqueda de socios estratégicos que les permitan generar sinergias y desarrollar tecnologías de administración de riesgos apropiadas para ingresar a segmentos de mercado aún no bancarizados. La inclusión de socios estratégicos las ayudaría también a captar depósitos de empresas que sólo colocan sus recursos en aquellas entidades financieras que cuentan con las mejores clasificaciones de riesgo, lo cual abarataría su costo de fondeo.

## Modificaciones a la Ley General del Sistema Financiero

Mediante los Decretos Legislativos N° 1 028 y N° 1 052 (en adelante, DL 1 028 y DL 1 052, respectivamente)<sup>22</sup> se han modificado diversos artículos de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, Ley 26702 y sus modificatorias (en adelante, Ley General).

### Decreto Legislativo N° 1 028

Entre las principales modificaciones a la Ley General introducidas por el DL 1 028, destacan la incorporación de las recomendaciones efectuadas por el Comité de Basilea; el acceso de las entidades no bancarias a nuevas operaciones; y la inclusión del proceso de *close-out netting*. Estas modificaciones entrarán en vigencia el 1 de julio de 2009, con excepción de las autorizaciones para nuevas operaciones y de la inclusión del proceso de *close-out netting*, las mismas que entrarán en vigencia el 1 de diciembre de 2008.

La incorporación de las recomendaciones efectuadas por el Comité de Basilea hace referencia a la determinación del nivel del patrimonio efectivo de las entidades del sistema financiero y al cálculo del requerimiento de capital de dichas entidades.

En cuanto al nivel del patrimonio efectivo, se establece un requerimiento mínimo de capital de 10% del total de los activos expuestos a riesgos de crédito, de mercado y operacional<sup>23</sup>. Asimismo, la determinación de la composición del patrimonio se ha hecho más estricta al señalar que el patrimonio básico (constituido principalmente por el capital de los accionistas y la reserva legal) no podrá ser menor al 50% del patrimonio efectivo total, límite que no está estipulado en la Ley General.

En los que se refiere al cálculo del requerimiento de capital, el DL 1 028 señala los métodos integrales que las entidades financieras pueden emplear para determinar el nivel de capital para cubrir el riesgo de crédito, de mercado y operacional<sup>24</sup>. Estos métodos van desde el más simple (enfoque estandarizado) hasta los más complejos (modelos internos) que requieren del uso de técnicas estadísticas y una gran disponibilidad de información.

El acceso de las entidades no bancarias a nuevas operaciones se hace efectivo mediante la eliminación del esquema modular de operaciones<sup>25</sup> y la ampliación de las operaciones permitidas a dichas entidades: otorgar créditos sindicados, adquirir instrumentos de capital y de deuda, entre otros.

<sup>22</sup> Normas publicadas el 22 y el 27 de junio de 2008, respectivamente.

<sup>23</sup> Este requerimiento sería más exigente que el nivel actualmente vigente de 9,1%. El Comité de Basilea recomienda un requerimiento mínimo de capital de 8%.

<sup>24</sup> El requerimiento de capital para cubrir el riesgo operativo no está considerado en la Ley General vigente.

<sup>25</sup> Bajo este esquema, las instituciones no bancarias podían realizar una ampliación progresiva de sus operaciones, a través del acceso a tres módulos, siendo el módulo 3 el equivalente a un banco.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

El proceso de *close-out netting* (o “deducción por liquidación”) permite la liquidación anticipada de los contratos financieros en caso de quiebra de una entidad financiera, con la finalidad de que estos contratos no entren en las etapas de disolución y posterior liquidación de dichas entidades. En ese sentido, el DL 1 028 ha incluido cláusulas de *close-out netting* de las operaciones con productos financieros derivados y de las operaciones de recompra de títulos.

## Decreto Legislativo N° 1 052

Las principales modificaciones a la Ley General introducidas por el DL 1 052 fueron el incremento de causales de impedimento y requisitos para ser organizador de una entidad financiera, así como la introducción de una mayor transparencia en las decisiones de la SBS. Estas modificaciones entraron en vigencia a partir del 28 de junio de 2008.

Entre las nuevas causales consideradas como impedimento para ser organizador de una entidad financiera destacan: el lavado de activos; el financiamiento del terrorismo; los accionistas mayoritarios de una persona jurídica que se encuentre en proceso de insolvencia o quiebra, entre otras. Estos impedimentos guardan relación con los requisitos más estrictos que se deben cumplir para ser accionista de una entidad del sistema financiero. Así, se ha incorporado explícitamente “*la idoneidad técnica y moral como requisito para ser organizador de una entidad financiera*”.

El DL 1 052 introduce también una mayor transparencia a las decisiones de la SBS en relación a las solicitudes de organización de una entidad financiera. Así, se establece que la SBS, en caso de denegación de la solicitud de organización, deberá informar las razones de dicha decisión a petición del solicitante. Hasta antes de esta modificación, la resolución de la SBS no requería de exposición de fundamentos.

**En conclusión,** las recientes modificaciones a la Ley General buscan que el capital regulatorio refleje de manera más adecuada el riesgo que las entidades financieras enfrentan en el desarrollo de sus actividades; e introducen mejoras en el gobierno corporativo, al hacer más estrictos los requisitos para ser organizador de una entidad financiera. En particular, el DL 1 028 prioriza la constitución del patrimonio efectivo con los recursos propios de los accionistas. Ello incentivará a que las entidades financieras tiendan a ser más proclives a un manejo cuidadoso de los recursos de los ahorristas y a tener una conducta más prudente en cuanto a la toma y administración de riesgos. Por otro lado, la ampliación de las operaciones permitidas a las entidades no bancarias puede contribuir a mejorar la competencia entre las entidades de microfinanzas y mejorar su posición frente a los bancos. Asimismo, la inclusión del proceso de *close-out netting* permitirá una mayor seguridad jurídica de las operaciones de reporte con pacto de recompra, en particular las efectuadas por el Banco Central, en caso de quiebra y liquidación de una entidad financiera.



### III. MERCADO DE CAPITALES

#### III.1 Principales desarrollos

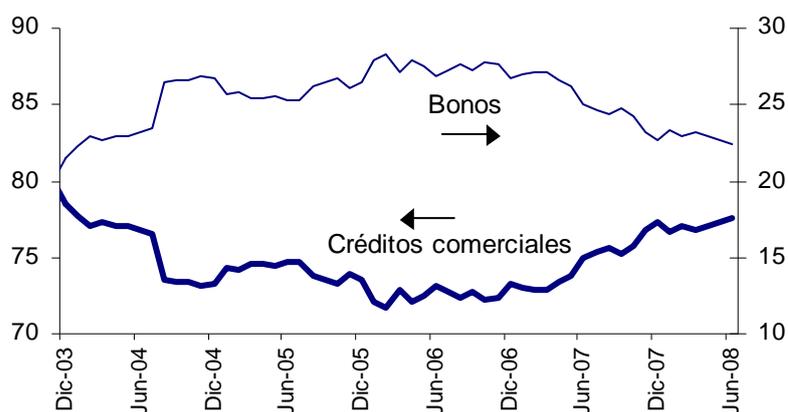
86. En el primer semestre de 2008, el mercado de renta fija se siguió caracterizando por la preferencia en efectuar emisiones en moneda nacional a largo plazo. Sin embargo, se observó un incremento en las tasas de interés de la deuda pública y privada debido a las mayores tasas de interés de referencia locales y a la volatilidad en los mercados financieros internacionales, producto de la crisis en los mercados hipotecarios y crediticios de los Estados Unidos.

En medio de un contexto internacional negativo, la Bolsa de Valores de Lima continuó su tendencia a la baja iniciada en agosto de 2007; observándose una importante reducción en el monto negociado. El negativo desempeño del mercado bursátil afectó el crecimiento del portafolio de los inversionistas institucionales y generó que los agentes económicos optaran por reducir su exposición a instrumentos de renta variable.

#### III.2 Mercado de Renta Fija

87. El financiamiento de las entidades no financieras en el mercado de capitales mediante la emisión de instrumentos de deuda constituye un complemento al financiamiento bancario.
88. La participación del mercado de capitales dentro de la estructura de financiamiento del sector no financiero se ha reducido de 28% en diciembre de 2006 a 22% en junio de 2008. Ello se debe al mayor dinamismo en dicho período de los créditos comerciales del sistema bancario respecto a la emisión de instrumentos de deuda.

**Estructura del Financiamiento del Sector No Financiero (en %)**



Fuente: Conasev y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

89. La principal característica observada en los mercados de renta fija pública y privada es la preferencia del gobierno y de las empresas por recurrir al endeudamiento de largo plazo en moneda nacional. Ello ha sido posible principalmente por la existencia de una curva de rendimiento de largo plazo en moneda nacional, la mejora de los fundamentos macroeconómicos del país y la fortaleza de la moneda local.

Sin embargo, se ha observado un incremento de la tasa de interés en los mercados de renta fija pública y privada producto de los factores mencionados.

### III.2.1 Renta Fija Pública

90. El **saldo de bonos soberanos** emitidos localmente en el mercado de capitales alcanzó los S/. 20 019 millones a junio de 2008, cifra superior en 7% al saldo registrado a diciembre de 2007. Este incremento se explica fundamentalmente por la emisión, bajo el Programa de Creadores de Mercado, de bonos soberanos en soles nominales con fechas de vencimiento en agosto de 2026, por S/. 654 millones; y en agosto de 2031, por S/. 573 millones. Cabe mencionar que el bono con fecha de vencimiento en agosto de 2031 constituye un nuevo punto dentro de la curva de rendimiento, la cual se extiende a 30 años en soles nominales. En soles VAC<sup>26</sup>, la curva de rendimiento llega hasta los 40 años de plazo.

El Programa de Creadores de Mercado ha posibilitado la existencia de una curva de rendimiento en moneda local de papeles del gobierno. La curva de rendimiento sirve de referencia para la formación de tasas de interés de la deuda del sector privado, facilitando las emisiones de largo plazo. A su vez, dicha curva constituye un referente para el mercado de créditos, posibilitando la oferta de créditos hipotecarios de largo plazo en soles y a tasa fija.

91. En el primer semestre de 2008, el mercado de bonos soberanos se ha caracterizado por: i) una mayor participación de los bonos soberanos en soles nominales de largo plazo; ii) un incremento de las tasas de interés; iii) una mayor participación de los inversionistas no residentes; y, iv) un ligero incremento del monto negociado en el mercado secundario.
92. Los **bonos soberanos de largo plazo en soles nominales** han continuado incrementando su participación dentro del total. Ello ha respondido a una estrategia por parte del gobierno que busca evitar la concentración del pago de las amortizaciones de la deuda en el corto plazo. Además, las emisiones de bonos soberanos de largo plazo se han visto incentivadas por la demanda de inversionistas institucionales, como las AFP, que poseen una preferencia por adquirir instrumentos financieros con dicho horizonte de maduración.

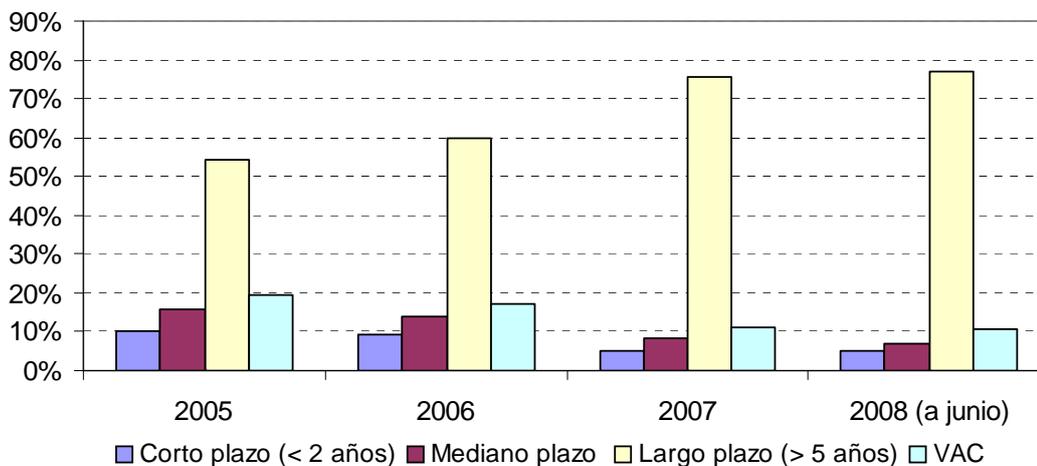
La participación de los bonos soberanos en soles nominales con vencimiento superior a los 5 años aumentó a 77% del total de bonos soberanos a junio de 2008. Mientras tanto, la participación de los bonos de mediano plazo (vencimiento de 2 a 5 años) y de corto plazo (vencimiento menor a los 2 años) se ubicó en 7% y 5%, respectivamente. Por su parte, los bonos VAC representaron el 11% del total de bonos soberanos a junio de 2008.

<sup>26</sup> Valor de Actualización Constante, índice que varía en función al Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana del mes anterior.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

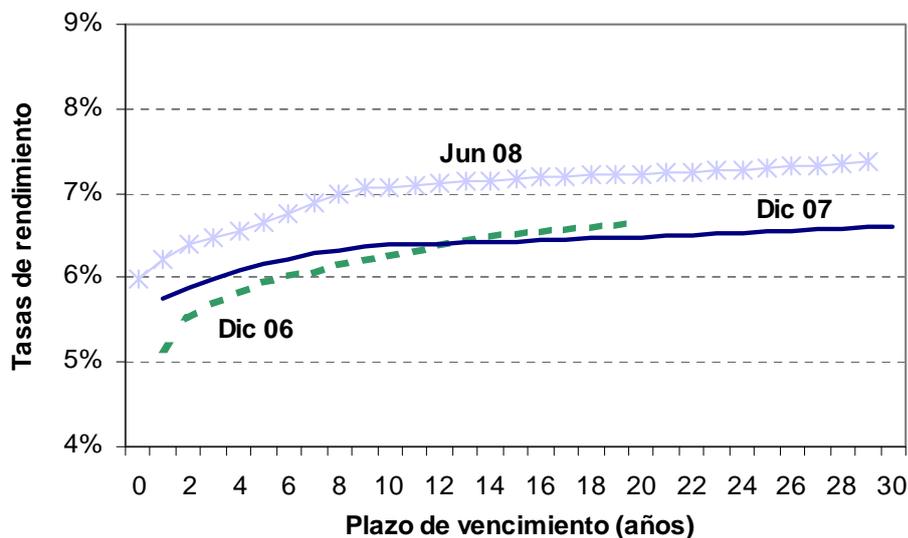
### Estructura del Saldo de Bonos Soberanos por Plazo de Vencimiento



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

93. En el primer semestre de 2008, se observó un incremento de las **tasas de rendimiento de los bonos soberanos** principalmente en los tramos medio y largo de la curva. Este aumento estuvo asociado al incremento de las tasas de referencia local y a los mayores niveles de riesgo país. Se ha observado un menor incremento de las tasas de interés en el tramo corto de la curva de rendimiento debido a la demanda de los inversionistas no residentes, principalmente en los primeros meses del año.

### Tasas de rendimiento de los Bonos Soberanos



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

94. En el primer semestre del año, el Banco Central de Reserva ha elevado gradualmente su tasa de interés de referencia de 5,0% en diciembre de 2007 a 5,75% en junio de 2008<sup>27</sup>. Adicionalmente, se complementó esta decisión con un aumento de los requerimientos de encaje sobre obligaciones en moneda nacional y extranjera. Esta medida está orientada a que la inflación retorne gradualmente al rango meta y a evitar que se trasladen a las expectativas de inflación los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles, en un contexto de alto crecimiento del gasto tanto público como privado<sup>28</sup>.

95. En los primeros meses de 2008, continuó la mayor aversión al riesgo a nivel global que empezó a mediados de 2007, producto de los efectos de la crisis en el mercado hipotecario *subprime* de los Estados Unidos. Ello se tradujo en un alza de la prima por riesgo de la deuda de las economías emergentes.

El riesgo país de Perú, medido por el EMBI+<sup>29</sup> Perú, revirtió su tendencia decreciente de los últimos años donde alcanzó un mínimo histórico de 95 puntos básicos (12 de junio de 2007). Así, el 17 de marzo de 2008, el EMBI+ Perú alcanzó los 244 puntos básicos, lo que constituyó su mayor nivel en más de 2 años. Posteriormente, la deuda de la mayoría de países de la región mostró signos de estabilización y la deuda peruana se favoreció del otorgamiento del grado de inversión por parte de la agencia calificadora de riesgo *Fitch* en abril de 2008<sup>30</sup>. El EMBI+ Perú finalizó el primer semestre de 2008 en 199 puntos básicos, cifra superior en 21 puntos básicos a la del cierre de 2007.

96. En los primeros meses del año, se produjo una significativa entrada de capitales del exterior con la finalidad de adquirir activos en moneda nacional, preferiblemente de corto plazo, para especular con una apreciación del nuevo sol. En primer término, los inversionistas no residentes adquirieron Certificados de Depósito del BCRP. Sin embargo, luego de que se restringiera la oferta de estos instrumentos<sup>31</sup>, los inversionistas no residentes aumentaron su demanda por bonos soberanos, principalmente del tramo corto de la curva de rendimiento.

En el primer semestre del año, **los inversionistas no residentes aumentaron sus tenencias de bonos soberanos en soles nominales** en S/. 2 423 millones, a S/. 7 363 millones a junio de 2008. De este modo, su participación se incrementó de 29,6% en diciembre de 2007 a 41,1% en junio de 2008. Estas mayores adquisiciones se han dirigido a los bonos de corto plazo (vencimiento menor a los 2 años) y a los bonos de mediano plazo (vencimiento de 2 a 5 años), donde la participación de los no residentes

<sup>27</sup> A setiembre de 2008, la tasa de interés de referencia se había elevado a 6,50%.

<sup>28</sup> Ver las Notas Informativas sobre el Programa Monetario del Banco Central de Reserva de enero a agosto de 2008.

<sup>29</sup> *Emerging Markets Bond Index*.

<sup>30</sup> En julio de 2008, la agencia calificadora de riesgo *Standard and Poor's* también otorgó el grado de inversión a la deuda peruana.

<sup>31</sup> El Banco Central de Reserva decidió restringir la negociabilidad de sus Certificados de Depósito y sustituirlos por depósitos a plazo en el Banco Central y por Certificados de Depósito con Negociación Restringida (CDBCRP-NR), limitando su adquisición inicialmente a las entidades del sistema financiero nacional por considerar que éstos debían operar como un instrumento de regulación monetaria y no de inversión (ver Reporte de Inflación de mayo de 2008).



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

alcanzó el 75% y el 80% del total, respectivamente, al finalizar el primer semestre de 2008.

## Tenencia de Bonos Soberanos en Soles Nominales

	Dic-07		Jun-08	
	Millones de S/.	Estructura	Millones de S/.	Estructura
AFPs	9 153	54,9%	8 311	46,4%
No Residentes	4 939	29,6%	7 363	41,1%
Bancos	1 489	8,9%	812	4,5%
Seguros	38	0,2%	32	0,2%
Otros 1/	1 050	6,3%	1 378	7,7%
<b>Total</b>	<b>16 669</b>	<b>100%</b>	<b>17 896</b>	<b>100%</b>

1/ Fondos privados, fondos públicos y personas naturales.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

97. Las AFP continúan siendo los principales tenedores de bonos soberanos en soles nominales con el 46,4% del total emitido (S/. 8 311 millones). Sin embargo, durante el primer semestre de 2008, redujeron sus tenencias en S/. 842 millones ante la mayor volatilidad observada en los mercados financieros internacionales. Los bancos, que concentran sus tenencias de bonos soberanos en los tramos corto y medio de la curva de rendimiento, aprovecharon la demanda de los inversionistas no residentes para transferirles parte de sus tenencias durante los meses de enero y febrero de este año. Así, el portafolio de bonos soberanos en soles nominales de los bancos se redujo en S/. 676 millones durante el primer semestre de 2008.
98. La composición de los **bonos soberanos en soles VAC** mostró ligeros cambios en los primeros 6 meses del año. Los bancos y los inversionistas no residentes aumentaron su participación a expensas de las AFP y de las compañías de seguros. A pesar de ello, estos dos últimos inversionistas institucionales concentran el 77,3% del total de bonos soberanos en soles VAC emitidos.

Cabe destacar, la participación de las compañías de seguros en los bonos VAC de más largo plazo. Estos inversionistas poseen el 52% de los bonos VAC con fecha de vencimiento en enero de 2035 y el 82% de los bonos VAC con fecha de vencimiento en agosto de 2046. La tenencia de estos bonos permite a las compañías de seguros hacer la cobertura de sus pasivos indexados a la inflación, provenientes de los seguros de vida y de las pensiones vitalicias derivadas del Sistema Privado de Pensiones.

## Tenencia de Bonos Soberanos en Soles VAC

	Dic-07		Jun-08	
	Millones de S/.	Estructura	Millones de S/.	Estructura
AFPs	891	42,0%	840	39,6%
Seguros	817	38,5%	799	37,7%
Bancos	277	13,1%	321	15,1%
No Residentes	102	4,8%	121	5,7%
Otros 1/	35	1,7%	41	1,9%
<b>Total</b>	<b>2 122</b>	<b>100%</b>	<b>2 122</b>	<b>100%</b>

1/ Fondos privados, fondos públicos y personas naturales.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

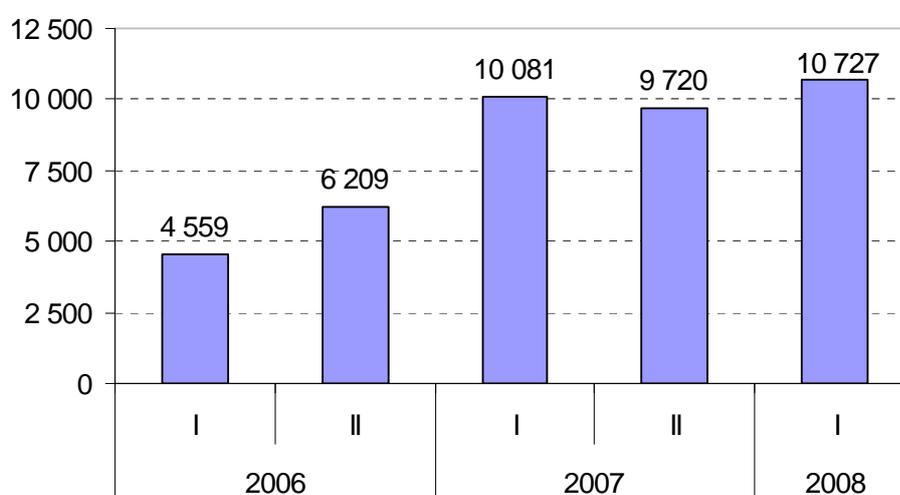


# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

99. El **monto negociado** de bonos soberanos en el **mercado secundario** ascendió a S/. 10 727 millones en el primer semestre de 2008, cifra ligeramente superior a las registradas en el primer semestre de 2007 (S/. 10 081 millones) y en el segundo semestre de dicho año (S/. 9 720 millones). De este modo, la rotación de los bonos soberanos, medida como el monto negociado en el mercado secundario entre el saldo a inicios del período, se ubicó en 1,07 veces. Finalmente, casi la mitad del monto negociado se produjo en los dos primeros meses de 2008 y se concentró en los bonos de corto y mediano plazo (principalmente en los bonos con fecha de vencimiento en julio de 2008 y en agosto de 2011) ante la mayor demanda de los inversionistas no residentes.

**Monto Negociado de los Bonos Soberanos en el Mercado Secundario**  
(En millones de soles)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

## III.2.1 Renta Fija Privada

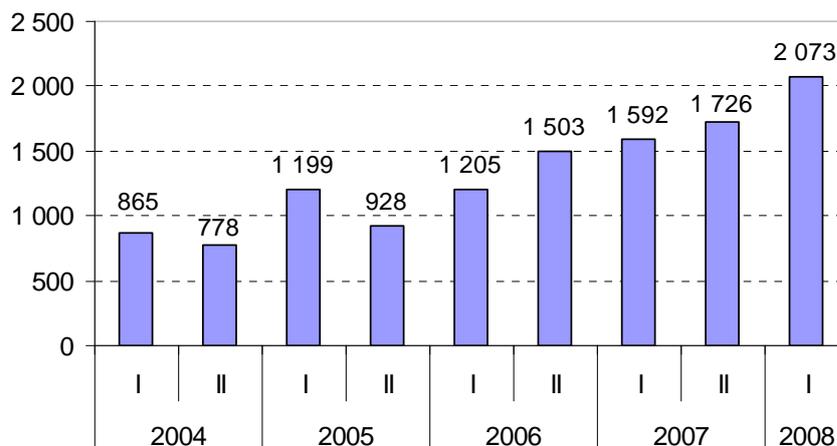
100. Las **emisiones** de instrumentos de renta fija en **moneda nacional** por el sector privado crecieron a una tasa anual de 30% durante el primer semestre de 2008. Así, en este período se emitieron instrumentos por S/. 2 073 millones, lo que significó un nuevo máximo y un monto superior en S/. 481 millones al registrado en el primer semestre de 2007. El dinamismo de las emisiones en moneda nacional por parte del sector privado se observa desde el año 2005 y está asociado a la existencia de una curva de rendimiento en moneda nacional, gracias al Programa de Creadores de Mercado y a la fortaleza del nuevo sol que incentiva a los inversionistas a demandar instrumentos de deuda en esta moneda.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

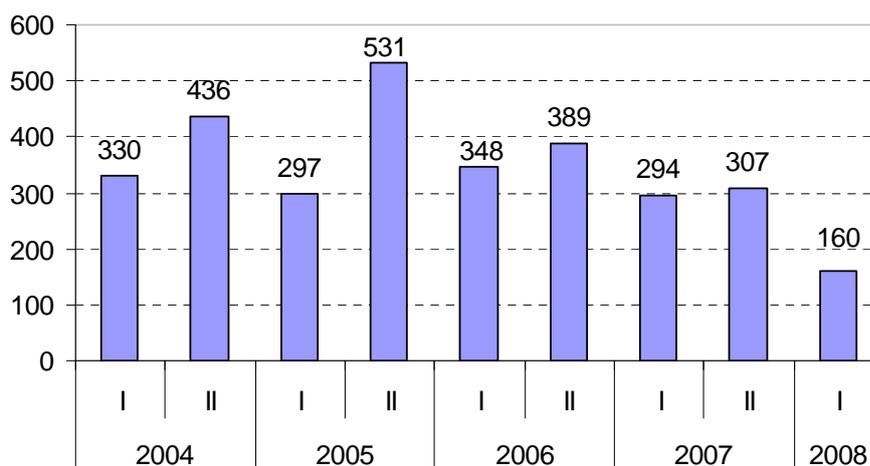
## Emisiones del Sector Privado en Moneda Nacional (En millones de soles)



Fuente: Conasev – Reporte Mensual del Mercado de Valores.

Por su parte, las **emisiones en moneda extranjera** efectuadas por el sector privado se redujeron en 46% en el primer semestre de 2008 en relación a similar período del año anterior. La tendencia decreciente de las emisiones en moneda extranjera se verifica en que el monto emitido de US\$ 160 millones en el primer semestre del 2008 representa menos de la tercera parte del máximo alcanzado en un período semestral (US\$ 531 millones en el segundo semestre de 2005). Cabe destacar que, a partir del 2006, las emisiones en moneda nacional han superado a las realizadas en moneda extranjera. Entre enero y junio de 2008, el 80% de las emisiones del sector privado se realizaron en moneda nacional, porcentaje superior al 64% registrado en el año 2007 y al 53% observado en el año 2006.

## Emisiones del Sector Privado en Moneda Extranjera (En millones de dólares)



Fuente: Conasev – Reporte Mensual del Mercado de Valores.

En el primer semestre del año, el saldo de instrumentos de renta fija en moneda nacional aumentó en S/. 1 191 millones a S/. 8 707 millones, dado que las emisiones (S/. 2 073 millones) superaron a los vencimientos (S/. 883





## REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

millones). En cambio, el saldo de instrumentos en moneda extranjera experimentó una reducción de US\$ 233 millones a US\$ 2 503 millones, debido a que los vencimientos (US\$ 393 millones) fueron superiores a las emisiones (US\$ 160 millones).

101. Los **bonos corporativos** son el principal instrumento de renta fija utilizado por el sector privado para obtener financiamiento en el mercado de capitales. A junio de 2008, el saldo de bonos corporativos de las **entidades no financieras** ascendía a S/. 9 584 millones, lo que equivalía a un incremento de 3% respecto a finales de 2007 y representaba el 60% del saldo total de instrumentos de renta fija del sector privado.

Por su parte, el saldo de los bonos corporativos emitidos por las **entidades financieras** (principalmente bancos) experimentó un significativo crecimiento de 55% ó S/. 676 millones en los seis primeros meses de 2008, alcanzando un saldo de S/. 1 912 millones. Los principales emisores en este período fueron el Banco de Crédito, con S/. 360 millones; y Scotiabank, con S/. 250 millones.

Cabe destacar que la totalidad de las emisiones de bonos corporativos de las entidades financieras en el primer semestre de 2008 se realizó en moneda nacional, por lo que el grado de dolarización del saldo de estos bonos se redujo a 18% en junio de 2008. Las entidades financieras aprovecharon la mayor demanda que se produjo por activos financieros en moneda nacional en los primeros meses de este año, a raíz del ingreso de capitales del exterior, para obtener recursos con los cuales financiar la expansión de sus colocaciones.

Las colocaciones de **bonos de arrendamiento financiero** fueron otro tipo de instrumento de renta fija que mostró un fuerte dinamismo en el primer semestre de 2008<sup>32</sup>. El saldo de estos instrumentos creció en 15% a S/. 1 273 millones. Se colocaron bonos de arrendamiento financiero por US\$ 101 millones en moneda extranjera y por S/. 225 millones en moneda nacional, siendo los principales emisores Credileasing, Interbank, Santander y América Leasing. Las mayores emisiones de bonos de arrendamiento financiero en moneda nacional y los vencimientos de estos bonos en moneda extranjera durante el semestre (en US\$ 115 millones) redujeron el grado de dolarización de los mismos de 96% en diciembre de 2007 a 79% en junio de 2008.

Las emisiones de estos instrumentos han ayudado a financiar y sostener el ritmo de crecimiento de las colocaciones de arrendamiento financiero y *lease-back* de la banca, las cuales aumentaron de S/. 10 593 millones en diciembre de 2007 a S/. 13 545 millones en junio de 2008. Los contratos de arrendamiento financiero se han visto favorecidos por el dinamismo de la inversión privada en bienes de capital, dado los planes de la mayoría de empresas para ampliar su capacidad productiva.

<sup>32</sup> Los bonos de arrendamiento financiero son títulos-valores emitidos por las empresas autorizadas a realizar operaciones de arrendamiento financiero (*leasing*), cuyo objetivo es financiar las operaciones de esa índole.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

## Instrumentos de Renta Fija emitidos por Oferta Pública Primaria

Tipo de instrumento	Saldo fin de período (en millones de soles)			Var. % I Sem 2008	Estructura %		Dolarización	
	2006	2007	2008 1/		2007	2008 1/	2007	2008 1/
Bonos Corporativos	9 560	10 541	11 496	9%	68%	72%	42%	38%
- Entidades no financieras	8 673	9 304	9 584	3%	60%	60%	44%	42%
- Entidades financieras	887	1 236	1 912	55%	8%	12%	27%	18%
Bonos Titulizados	1 912	1 833	1 538	-16%	12%	10%	77%	71%
Bonos de Arrendamiento Financiero	1 154	1 103	1 273	15%	7%	8%	96%	79%
Bonos Subordinados	847	961	957	0%	6%	6%	63%	67%
Certificados de Depósitos Negociables	267	365	335	-8%	2%	2%	0%	0%
Instrumentos de Corto Plazo	399	598	297	-50%	4%	2%	71%	43%
Bonos Hipotecarios	197	204	182	-11%	1%	1%	100%	100%
<b>Total</b>	<b>14 336</b>	<b>15 604</b>	<b>16 078</b>	<b>3%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>52%</b>	<b>46%</b>

1/ Al 30 de junio de 2008.

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

El saldo de **bonos titulizados** ascendió a S/. 1 538 millones en junio de 2008. Los patrimonios autónomos utilizados para respaldar a los bonos titulizados son diversos y están conformados por: ventas de hidrocarburos extraídos de Camisea (originador Hunt Oil Company of Peru), flujos de las ventas con tarjetas de crédito y débito de la red VISANET (Supermercados Peruanos y Wong & Metro), derechos de crédito y pagarés (Aguaytía Energy), flujos de contratos de servicios de ingeniería o consultoría (Graña & Montero), flujos de ingresos por alquileres y espacios publicitarios (Inmuebles Panamericana), flujos provenientes de cobro de peajes (Municipalidad de Lima Metropolitana), cuentas por cobrar de consumos con tarjetas de crédito (Banco Falabella) y flujos provenientes de cartera de créditos hipotecarios (Banco Continental)<sup>33</sup>, entre otros.

102. Las mayores emisiones en moneda nacional efectuadas desde el año 2005 han reducido el **grado de dolarización** del saldo total de instrumentos de renta fija. Esta tendencia se ha acentuado en el primer semestre de 2008, donde por primera vez el grado de dolarización se ha ubicado por debajo del 50% (46% a junio de 2008 vs. 52% a diciembre de 2007).

Entre los diversos tipos de instrumentos de renta fija, destaca el bajo grado de dolarización de los certificados de depósitos negociables y de los bonos corporativos, en particular los emitidos por las entidades financieras. De esta forma, se verifica una sustitución del endeudamiento en dólares por un financiamiento en soles en el mercado de capitales, lo que conlleva a una mejor administración del riesgo cambiario de las empresas que desarrollan sus actividades localmente.

103. El mayor desarrollo del mercado primario de renta fija, así como la existencia de una curva de rendimiento a 30 años de plazo en soles nominales y otra a

<sup>33</sup> Uno de los desarrollos más importantes en el mercado de capitales en el año 2007 fue la titulización, por primera vez, de una cartera hipotecaria. La titulización de préstamos hipotecarios permite a las instituciones financieras disponer de mayores recursos para colocar. Además, al ser un financiamiento de largo plazo, posibilita un adecuado calce de plazos y una mejor administración de riesgos financieros, en particular los de liquidez y tasa de interés.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

40 años de plazo en soles VAC han contribuido a que las empresas se financien a plazos cada vez mayores. En el primer semestre de 2008, destacaron las emisiones de bonos corporativos en soles nominales con un plazo de 10 años de Enersur, COFIDE, Corporación Lindley, Banco Continental y Banco de Crédito; mientras que en soles VAC, destacó la emisión de Telefónica del Perú con un plazo de 20 años.

El mayor **endeudamiento de largo plazo en soles** se evidencia en que, a junio de 2008, el 40% del saldo total de instrumentos de renta fija en moneda nacional posee un plazo de vencimiento superior a los 5 años. Cabe resaltar también la mayor participación del financiamiento a mediano plazo (de 3 a 5 años), que alcanzó una participación de 24%.

**Saldo de Instrumentos de Renta Fija por Plazo de Vencimiento**

Plazos	2005	2006	2007	Jun 2008
<b>MN (en millones de S/.)</b>	<b>4 666</b>	<b>5 454</b>	<b>7 516</b>	<b>8 707</b>
Hasta 1 año	38%	20%	18%	17%
Más de 1 año, hasta 3 años	29%	28%	22%	19%
Más de 3 años, hasta 5 años	18%	24%	18%	24%
Más de 5 años	15%	28%	42%	40%
<b>ME (en millones de US\$)</b>	<b>2 631</b>	<b>2 776</b>	<b>2 736</b>	<b>2 503</b>
Hasta 1 año	14%	13%	14%	11%
Más de 1 año, hasta 3 años	19%	21%	22%	25%
Más de 3 años, hasta 5 años	21%	21%	22%	22%
Más de 5 años	47%	46%	43%	42%

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

En moneda extranjera, el saldo de instrumentos de renta fija con un vencimiento superior a los 5 años se ha mantenido por encima del 40% en los últimos 4 años. Entre enero y junio de 2008, destacaron las emisiones en moneda extranjera de bonos corporativos por un plazo de 20 años de Edegel y Enersur, y de bonos subordinados a 20 años por el Banco Continental.

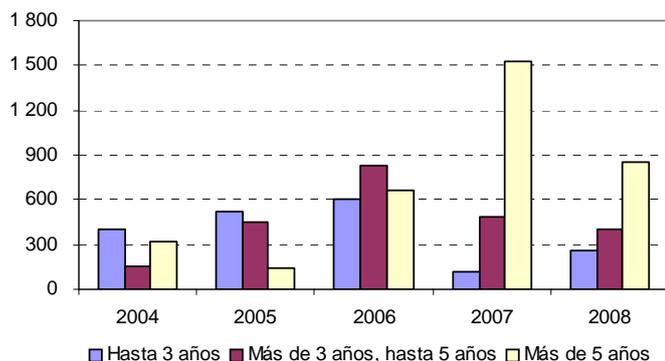
En el caso de los bonos corporativos se observa, a partir del año 2006, una mayor importancia de las colocaciones en moneda nacional a plazos superiores a los 5 años. En el primer semestre de 2008, el 56% de las colocaciones de bonos corporativos en moneda nacional se realizó a un plazo superior a los 5 años (ver gráfico). En moneda extranjera, se observa un escaso monto colocado de bonos corporativos en relación a años anteriores.



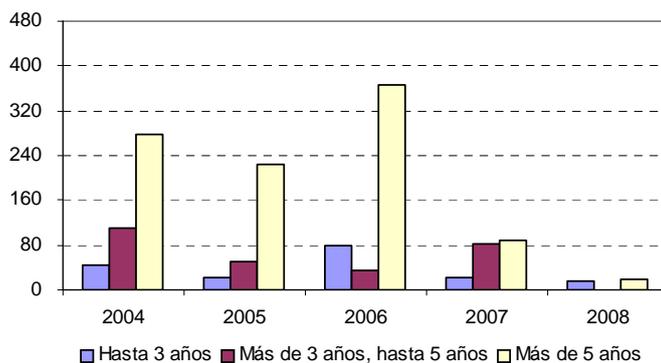
# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

Colocaciones de Bonos Corporativos en Moneda Nacional por Plazos de Vencimiento



Colocaciones de Bonos Corporativos en Moneda Extranjera por Plazos de Vencimiento



104. En el primer semestre de 2008, se produjo el ingreso de Corporación Lindley como **nuevo emisor** de instrumentos de deuda en el mercado de capitales, a través de la emisión de bonos corporativos a 10 años en moneda nacional. Este ingreso se suma a los 30 nuevos emisores que se incorporaron entre los años 2004 y 2007. Asimismo, destacó el retorno al mercado de capitales del Banco Santander a través de la emisión de bonos de arrendamiento financiero a 3 años en moneda extranjera.

A junio de 2008, los **10 principales emisores** concentran el 50% del saldo total de instrumentos de deuda, cifra superior a la observada a finales de los años 2007 (47%) y 2006 (44%). Las principales entidades no financieras que recurren al mercado de capitales son: Telefónica del Perú, Transportadora de Gas de Perú, Edelnor, Edegel, Luz del Sur, Duke Energy Internacional – Egenor y Pluspetrol Camisea. Por otro lado, 3 entidades financieras se encuentran entre los 10 principales emisores del mercado de capitales, siendo ellas: Banco de Crédito, Banco Continental y Scotiabank.

Principales Emisores de Instrumentos de Renta Fija  
(En millones de soles)

Empresas y entidades	A junio 2008
Telefónica del Perú	1 561
Banco de Crédito del Perú	1 296
Transportadora de Gas	985
Banco Continental	953
Scotiabank Perú	645
Edelnor	623
Edegel	581
Luz del Sur	563
Duke Energy International - Egenor	456
Pluspetrol Camisea	423
<b>Total</b>	<b>8 086</b>
<b>Porcentaje del saldo total de bonos</b>	<b>50,3%</b>

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

105. En los seis primeros meses de 2008, los fondos mutuos fueron los **principales adquirentes** de instrumentos de renta fija colocados por ofertas públicas primarias con el 40% del total, superando a las adquisiciones de las AFP que representaron el 30%. La mayor demanda proveniente de los fondos mutuos fue sustentada en el incremento del número de partícipes y del mayor patrimonio administrado por parte de los fondos mutuos especializados en renta fija. Asimismo, destacó el mayor interés de las compañías de seguros en poseer instrumentos de renta fija del sector privado. Las adquisiciones de

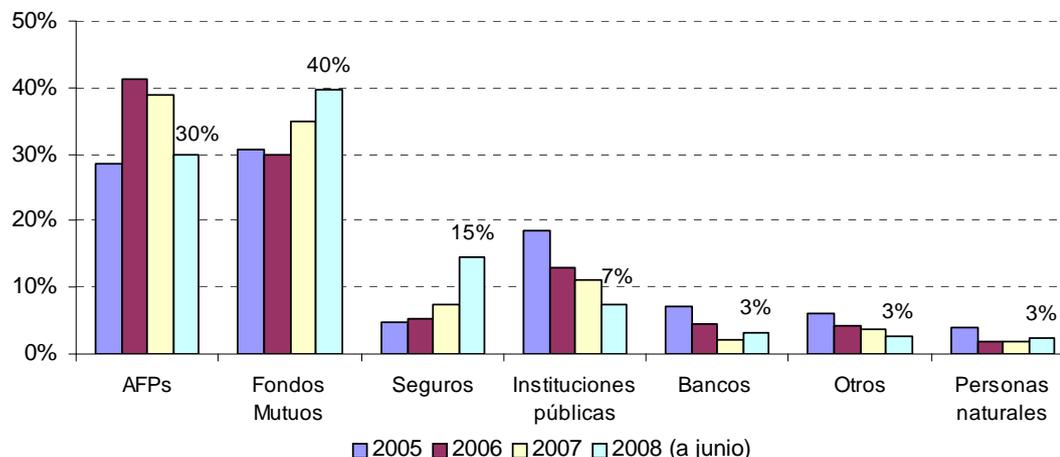


# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

estos inversionistas institucionales pasaron de ser entre 5% y 7% del total en los últimos 3 años a representar el 15% de los instrumentos emitidos en el primer semestre de 2008.

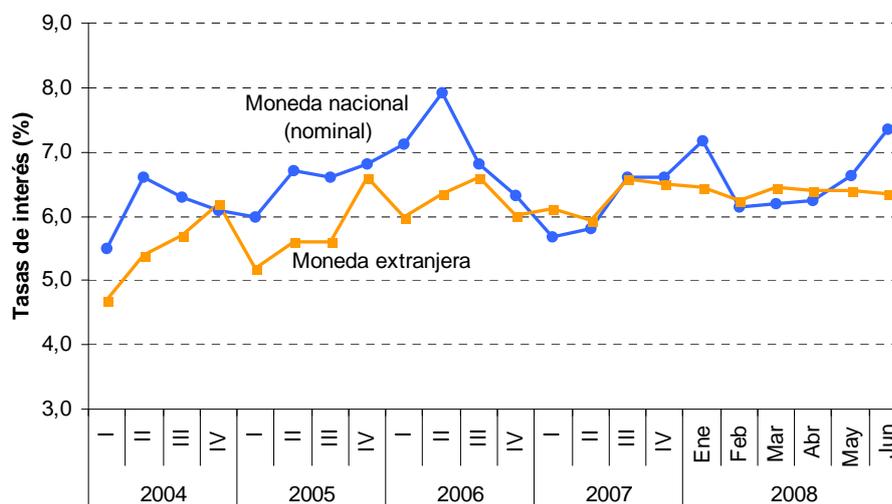
## Adquirientes de Instrumentos de Renta Fija emitidos por el Sector Privado



Fuente: Conasev.

106. Las **tasas de interés** para las nuevas colocaciones de bonos del sector privado en moneda nacional presentaron un incremento a finales del primer semestre de 2008. Esta alza reflejó el mayor rendimiento de los bonos soberanos exigido por los inversionistas y el aumento en la tasa de interés de referencia del Banco Central de Reserva. En moneda extranjera, las tasas de interés mostraron un comportamiento relativamente estable, fluctuando entre 6,2% y 6,4%.

## Tasas de interés 1/



1/ Tasa de interés de las ofertas públicas de bonos del sector privado.

Fuente: Conasev.





## Valorización de Instrumentos de Renta Fija

Entre los factores a considerar para conseguir un mayor desarrollo en el mercado de capitales, las anteriores ediciones del Reporte de Estabilidad Financiera han enfatizado la ausencia de una valorización uniforme del portafolio de los inversionistas institucionales. Ello debido a la ausencia de precios de mercado de los instrumentos de renta fija privada menos líquidos, por efectos de su escasa negociación secundaria.

No obstante ello, la valorización del portafolio de inversión de las AFP se efectúa diariamente siguiendo las políticas, criterios, metodologías y procedimientos establecidos en el Manual del Vector de Precios. Por otro lado, la regulación permite que cada sociedad administradora de fondos mutuos cuente con su propio reglamento de valorización para los instrumentos con poca liquidez, lo que da como resultado que no se utilice una metodología de valorización uniforme entre los distintos fondos mutuos.

Sería recomendable homogenizar las metodologías de valorización de los diferentes inversionistas institucionales a fin de brindar a los agentes económicos una información más transparente y exacta para la adecuada toma de decisiones. En la consecución de este objetivo, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) está publicando en su página Web la información referida a la curva cupón cero de los bonos soberanos desde noviembre de 2005 y del vector de precios desde noviembre de 2007.

### Curva cupón cero

Una curva cupón cero es un vector de tasas de interés o de rendimientos de bonos sin cupones (bonos cupón cero) a diferentes plazos de vencimiento. Dado que en el mercado no se transan bonos sin cupones, las tasas cupón cero soberanas son estimadas a partir de los precios de los bonos soberanos con cupones emitidos en cada moneda, mediante el uso de modelos financieros y matemáticos. En este sentido, las tasas cupón cero soberanas estimadas son mutuamente consistentes con las tasas de rendimiento al vencimiento (TIR) de los bonos soberanos negociados en los mercados de capitales.

Las curvas cupón cero de bonos soberanos constituyen una referencia de las tasas de interés o de rendimientos de bonos cupón cero sin riesgo de *default* en el mercado peruano. En base a estas curvas de referencia, es posible valorizar cualquier instrumento de deuda poco líquido sin precio de mercado descontando los flujos de caja del instrumento a las tasas cupón cero en la moneda respectiva y agregando el *spread* asociado con el riesgo de crédito del emisor del instrumento. El uso de las curvas cupón cero en la valorización de instrumentos de deuda es una práctica aceptada a nivel internacional.

### Vector de Precios utilizado por las AFP

El vector de precios incluye a los bonos soberanos y a los instrumentos de renta fija emitidos por las entidades financieras y no financieras del sector privado (bonos corporativos, bonos de arrendamiento financiero, bonos subordinados, bonos titulizados, entre otros).

El precio de un instrumento de renta fija se determina en base a los flujos de caja del instrumento; a la curva cupón cero soberana en la moneda respectiva; y al *spread* propio del instrumento, obtenido a partir de los precios de mercado observados en las diferentes fuentes de información empleadas.

Los precios y las tasas internas de retorno publicados son obtenidos diariamente en base a la aplicación de los criterios y procedimientos establecidos en el Manual Metodológico y de Procedimientos de Valorización de Instrumentos de Deuda. La actualización de este manual a mayo de 2008 se publicó el 16 de junio de este año en el portal de la SBS.

Las principales fuentes de información son los resultados de las colocaciones primarias de instrumentos de deuda, así como las operaciones y propuestas observadas en la Bolsa de



Valores de Lima a través de su Sistema de Negociación Electrónica ELEX para los instrumentos de renta fija emitidos por el sector privado y las observadas en el mercado extrabursátil a través del Sistema de Negociación Electrónica DATATEC para el caso de los bonos soberanos. Además, cuando no existen precios de referencia se emplean encuestas entre los participantes más representativos del mercado para recoger su apreciación respecto a la tasa de descuento relevante para cada instrumento.

La principal utilidad del vector de precios es que permite disponer de precios de referencia para instrumentos de deuda sin liquidez o sin precios generados en base a información del mercado. Estos precios de referencia sirven para valorizar nuevos instrumentos de deuda a emitirse y para la toma de decisiones de inversión. A su vez, permitirían una valorización estándar de los portafolios de los inversionistas institucionales (actualmente, el uso del vector de precios solo es obligatorio para las AFP).

### III.3 Mercado de Renta Variable

107. Desde finales de julio de 2007, los **mercados bursátiles internacionales** han experimentado un período de alta volatilidad debido al deterioro del segmento hipotecario de alto riesgo (*subprime*) de los Estados Unidos. Ello comenzó a afectar las condiciones crediticias de los mercados de dinero y a generar pérdidas en las entidades financieras que poseían títulos respaldados por garantías hipotecarias del segmento *subprime*. Estas pérdidas obligaron a las instituciones financieras a recaudar capital y a endurecer sus condiciones crediticias<sup>34</sup>.

Al agravamiento de la crisis inmobiliaria y la restricción crediticia asociada se sumaron indicadores negativos sobre la evolución del empleo en los Estados Unidos<sup>35</sup>, así como un incremento significativo de los precios de la energía y de la mayoría de *commodities* agrícolas<sup>36</sup>. Dado lo anterior, se produjo una significativa desaceleración de la actividad económica en los Estados Unidos e incluso se generaron temores de que la principal economía del mundo experimente un período recesivo<sup>37</sup>.

La volatilidad en los mercados financieros alcanzó uno de sus puntos máximos a mediados de marzo, cuando se produjo una crisis de liquidez en el quinto mayor banco de inversión de los Estados Unidos, *Bear Stearns*. Los inversionistas y el resto de entidades financieras comenzaron a mostrarse reacios a adquirir acciones, otorgar préstamos y realizar operaciones con el *Bear Stearns* como contraparte, debido a la alta exposición de los activos de esta compañía a títulos respaldados por garantía hipotecaria, los cuales venían perdiendo valor en forma acelerada. Dada la posibilidad de que el *Bear Stearns* sea declarado insolvente y genere una crisis sistémica, el *JP Morgan Chase* adquirió esta compañía con el respaldo de la Reserva Federal de los

<sup>34</sup> Ver el recuadro "Las Hipotecas *Subprime*: Crisis en el Mercado Inmobiliario Norteamericano", en el Reporte de Estabilidad Financiera de diciembre de 2007.

<sup>35</sup> El Departamento de Trabajo de los Estados Unidos informó que la tasa de desempleo se elevó de 5,0% en diciembre de 2007 a 5,5% en junio de 2008.

<sup>36</sup> El precio del petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) aumentó de US\$ 96 por barril a finales de 2007 a US\$ 140 por barril al 30 de junio de 2008.

<sup>37</sup> De acuerdo al Departamento de Comercio de los Estados Unidos, el PBI de la principal economía del mundo experimentó una contracción de 0,2% en el cuarto trimestre de 2007 y reportó un leve crecimiento de 0,9% y 1,9% en el primer y segundo trimestre de 2008, respectivamente.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

Estados Unidos (FED), que garantizó y asumió el riesgo de los activos menos líquidos del *Bear Stearns*.

En vista de todo lo anterior y con la finalidad de promover el crecimiento económico y mantener la estabilidad financiera, la FED se vio obligada a flexibilizar su política monetaria. La FED redujo su tasa de referencia en 225 puntos básicos durante el primer semestre de 2008, fijándola en 2% a partir de finales de abril de este año<sup>38</sup>. Con ello, se acumula una reducción de 325 puntos básicos desde setiembre de 2007. Estas medidas se complementaron con fuertes inyecciones de liquidez en coordinación con otros bancos centrales, la ampliación de los instrumentos aceptados como colateral, y el acceso de un mayor número de instituciones a la ventanilla de descuento. Por el lado de la política fiscal, el gobierno estableció incentivos tributarios a individuos y a empresas, con un costo estimado de US\$ 150 mil millones.

108. A pesar de las medidas adoptadas en materia de política monetaria y fiscal, las preocupaciones respecto a la evolución de la economía de los Estados Unidos y al efecto negativo que tendría sobre la economía global, en particular sobre Europa y Japón, desencadenaron una mayor aversión al riesgo desde comienzos de 2008. En este contexto, los inversionistas optaron por deshacerse de sus tenencias en acciones y otros activos de mayor riesgo, como la deuda de los países emergentes (incremento del riesgo país). De este modo, se explican las pérdidas superiores al 10% en los principales mercados bursátiles durante el primer semestre de 2008, siendo el sector financiero el más afectado.

Principales Índices Bursátiles Mundiales

Región	Índice	Dic 2006	Dic 2007	Jun 2008	Var. %		
					2006	2007	I Sem 2008
<b>América</b>							
EE.UU	Dow Jones	12 463	13 366	11 350	16	7	-15
EE.UU	Nasdaq Comp	2 415	2 674	2 293	10	11	-14
Brasil	Bovespa	44 474	63 886	65 018	33	44	2
Argentina	Merval	2 091	2 152	2 108	35	3	-2
México	IPC	26 448	29 700	29 395	49	12	-1
Chile	IGP	12 375	14 076	14 648	34	14	4
<b>Perú</b>	<b>IGBVL</b>	<b>12 884</b>	<b>17 525</b>	<b>16 294</b>	<b>168</b>	<b>36</b>	<b>-7</b>
<b>Perú</b>	<b>ISBVL</b>	<b>22 159</b>	<b>29 035</b>	<b>26 913</b>	<b>188</b>	<b>31</b>	<b>-7</b>
<b>Europa</b>							
Alemania	DAX	6 596	8 067	6 418	22	22	-20
Reino Unido	FTSE 100	6 221	6 477	5 626	11	4	-13
<b>Asia</b>							
Japón	Nikkei 225	17 226	15 308	13 481	7	-11	-12
Corea	Seul Composite	1 435	1 897	1 675	4	32	-12
China	Shangai Composite	2 676	5 262	2 736	130	97	-48

Fuente: Reuters y Bloomberg.

109. En medio de esta coyuntura internacional desfavorable, la Bolsa de Valores de Lima prosiguió con el desempeño negativo mostrado desde agosto de 2007. En el primer semestre de 2008, tanto el Índice General (IGBVL) como el Índice Selectivo (ISBVL) registraron un descenso de 7%, siendo uno de los

<sup>38</sup> La FED redujo el 22 de enero de 2008 su tasa de referencia en 75 puntos básicos en una reunión extraordinaria y de manera sorpresiva ante el derrumbe de los mercados bursátiles por los temores sobre la economía norteamericana. Posteriormente, la tasa de referencia disminuyó en 50 puntos básicos en la reunión regular de política monetaria del 30 de enero, en 75 puntos básicos en la reunión del 18 de marzo y en 25 puntos básicos en la reunión del 30 de abril.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

mercados bursátiles de peor rendimiento en la región. Además, se observó una significativa reducción de la liquidez debido al retiro de partícipes de los fondos mutuos mixtos y de renta variable, a la reducción de los aportes voluntarios a las AFP y al menor interés de los inversionistas individuales en adquirir y mantener posiciones en el mercado accionario.

110. El desempeño negativo de la **Bolsa de Valores de Lima** se explica principalmente porque: i) el IGBVL está compuesto en un 51% por empresas mineras, por lo que es muy sensible a factores externos que afecten la demanda mundial de metales, tales como una desaceleración de la economía global<sup>39</sup>; ii) la disminución de los precios del zinc y el plomo impactó directamente en la utilidad operativa de las empresas mineras polimetálicas, que representan el 33% del IGBVL; y, iii) la poca liquidez y profundidad de la Bolsa la hace ser muy dependiente del comportamiento de los principales inversionistas institucionales y lleva a que en los períodos de mayor turbulencia se generen caídas de mayor magnitud cuando dichos inversionistas se ausentan del mercado.

**Composición del IGBVL por Sectores Económicos 1/**

Sector Económico	Part. IGBVL (%)	# Empresas	Empresas
<b>Minería</b>	<b>50,9</b>	<b>15</b>	
- Polimetálica (zinc, plomo, plata)	33,1	9	Volcan, Atacocha, Milpo, El Brocal, Morococho, Perubar, Raura, Santa Luisa, Minera Corona
- Cobre	8,3	2	Cerro Verde, Southern Copper Corporation
- Juniors	3,8	2	Vena Resources, Candente Resources
- Estaño	3,3	1	Minsur
- Oro y plata	2,4	1	Buenaventura
<b>Industria</b>	<b>24,9</b>	<b>10</b>	
- Construcción y bienes de capital	15,1	6	Siderperú, Aceros Arequipa, Ferreyros, Graña y Montero, Cementos Pacasmayo, Cementos Lima
- Alimentos y Bebidas	3,7	2	Corporación Lindley, Alicorp
- Pesca	3,5	1	Austral
- Refinación	2,6	1	Refinería La Pampilla
<b>Agricultura</b>	<b>10,7</b>	<b>5</b>	Casagrande, Pomalca, Andahuasi, Tuman y Cartavio
<b>Sistema Financiero</b>	<b>10,6</b>	<b>5</b>	Credicorp, Banco Continental, Scotiabank, IFS y La Positiva.
<b>Servicios Públicos</b>	<b>2,9</b>	<b>2</b>	Edegel y Edelnor
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>37</b>	

1/ Corresponde a la composición del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima vigente en el primer semestre de 2008.

111. En las tres primeras semanas del 2008, los índices bursátiles locales registraron significativos descensos, en línea con el resto de mercados bursátiles y ante el creciente temor de que la economía norteamericana se dirigiera inexorablemente hacia una recesión. Así, al 23 de enero, el IGBVL acumulaba una caída de 24% y el ISBVL de 29%, siendo el sector minero el más afectado.

<sup>39</sup> Las acciones de las empresas ligadas propiamente a la demanda interna, es decir que responden directamente a variables como el crecimiento económico del país, representan solo el 32% del IGBVL (suma de los sectores: construcción y bienes de capital, alimentos y bebidas, sistema financiero y servicios públicos). Se excluye a los sectores pesca, refinación y agricultura debido a que el precio de estas acciones está primordialmente en función a la cotización de la harina de pescado, a los márgenes internacionales de refinación y a la cotización del azúcar, respectivamente.



**Índices Sectoriales de la Bolsa de Valores de Lima**  
(Enero 2007 – Junio 2008, 29 Diciembre 2006 = 100)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

112. El fuerte retroceso de las cotizaciones en un lapso tan corto generó un nerviosismo generalizado en el mercado bursátil, lo que llevó a que el 21 de enero las negociaciones en la Bolsa de Valores de Lima fueron suspendidas durante 30 minutos para calmar las expectativas entre los inversionistas. Estos períodos de alta volatilidad fueron similares a los registrados en mayo, agosto, setiembre y noviembre de 2007<sup>40</sup>.

En estos períodos de volatilidad se produce una sobre-reacción en los mercados bursátiles inducida por: i) el excesivo nerviosismo de los inversionistas menos experimentados (venta de acciones de pequeños inversionistas, retiro de partícipes de fondos mutuos); ii) la mayor aversión al riesgo que lleva a una preferencia del efectivo respecto a las acciones; iii) la venta de acciones por la expectativa de que continúe el descenso de las cotizaciones, a pesar de que los precios se encuentren por debajo de sus valores fundamentales; y, iv) la venta de acciones de los inversionistas apalancados con operaciones de reporte, debido a que la caída de los precios exige que se repongan los márgenes de garantía.

113. La sobre-reacción en los mercados bursátiles genera “compras de oportunidad” dentro de los inversionistas más experimentados y la posibilidad para que los inversionistas institucionales con un horizonte de largo plazo (por ejemplo, las AFP) incrementen sus tenencias en acciones en condiciones muy favorables.

Posteriormente, la serie de recortes en la tasa de interés de la FED previamente mencionados generó un debilitamiento del dólar en los mercados internacionales, que se tradujo en una mayor demanda de los inversionistas por activos que puedan servir como cobertura frente a este fenómeno. Así, se produjo un flujo de capitales hacia el sector *commodities*, favoreciendo las

<sup>40</sup> Ver el recuadro “Volatilidad de la Bolsa de Valores de Lima en mayo 2007”, en el Reporte de Estabilidad Financiera de junio de 2007, y el Reporte de Estabilidad Financiera de diciembre de 2007.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

cotizaciones de los metales preciosos e incluso de los industriales. Ello permitió una recuperación de la Bolsa de Valores de Lima en la última semana de enero y durante el mes de febrero, revirtiendo las pérdidas de inicios de año.

En los meses de marzo y abril, los índices bursátiles presentaron un comportamiento relativamente estable, respondiendo las cotizaciones en mayor medida a las noticias propias de las empresas listadas. A partir de mayo, un nuevo retroceso en los precios del zinc y del plomo hizo retomar a la Bolsa de Valores de Lima su tendencia a la baja.

114. De acuerdo a la evolución de los **índices bursátiles sectoriales**, las acciones agrarias, mineras y de servicios públicos experimentaron los mayores retrocesos en el primer semestre de 2008. Mientras tanto, las acciones bancarias, diversas e industriales registraron un rendimiento positivo. Cabe mencionar que las acciones agrarias y mineras se han verificado como las más riesgosas (volátiles) para el período 2006-2008 (ver cuadro).
115. Las acciones **agrarias**, que en su totalidad corresponden a empresas azucareras, fueron en conjunto las de peor desempeño en el mercado bursátil, registrando una disminución de 23% en los seis primeros meses del año. Entre los factores que explican esta pérdida de valor de mercado de las empresas agrarias se puede mencionar a: i) un proceso de toma de ganancias luego del alza de 241% y 88% en los años 2006 y 2007, respectivamente; ii) las inversiones que se vienen realizando en campo y fábrica a fin de mejorar la productividad de las empresas todavía no se han reflejado en una mejora de los resultados financieros; iii) existe una mayor cautela de los inversionistas respecto al impacto que tendría los planes de producción de etanol en el mediano plazo; y, iv) los sucesivos retrasos en la privatización de las acciones en poder del Estado de las empresas azucareras Pomalca y Tumán.

**Desempeño de la Bolsa de Valores de Lima según Sectores**

Índice Sectorial	Rendimiento			Riesgo 2/ 2006 - 2008	Principales Empresas 3/
	2006	2007	2008 1/		
Agrarias	241%	88%	-23%	40%	Casagrande, Pomalca, Andahuasi
Bancos	83%	18%	11%	27%	Banco Continental, Scotiabank, Banco de Crédito
Diversas	184%	110%	6%	22%	Credicorp, Ferreyros, Graña y Montero, IFS
Industriales	71%	69%	2%	25%	Sider, Austral, Relapasa, Aceros Arequipa, Corp. Lindley
Mineras	263%	26%	-11%	33%	Volcan, Cerro Verde, Atacocha, Minsur, Brocal, Morococha
Servicios Públicos	29%	43%	-10%	19%	Edegel, Edelnor, Luz del Sur, Telefónica del Perú

1/ Al 30 de junio de 2008.

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

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

Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

116. Las acciones de las compañías **mineras**, el sector con mayor ponderación en los índices bursátiles, disminuyeron en 11% en el período de análisis. Como se señaló, el 51% del IGBVL estuvo compuesto en el primer semestre de 2008 por acciones de empresas mineras. En especial, sobresale que el 33% del IGBVL estuvo conformado por 9 empresas mineras polimetálicas; en la mayoría de ellas, al menos el 50% de sus ventas proviene de concentrados de





## REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

zinc, estando el resto de las ventas compuestas por concentrados de plomo y plata, y en algunos casos también de concentrados de cobre<sup>41</sup>.

La cotización del **zinc** se ha visto afectada a partir del segundo semestre de 2007 por la producción de nuevas minas<sup>42</sup> y las proyecciones de un superávit en el mercado para los próximos años. De acuerdo con el *International Lead and Zinc Study Group* (ILZSG), el incremento de la oferta en el mercado de zinc refinado convirtió el déficit de 367 mil TM en el 2006 en un superávit de 2 mil TM en el 2007.

Para el 2008, el ILZSG proyecta un incremento de 5,2% en la demanda global de zinc refinado a 11,85 millones de TM. La demanda de China se espera que aumente en 10,4%, principalmente como consecuencia de los mayores proyectos de infraestructura. A pesar de este aumento en la demanda, la mayor oferta de concentrados de zinc (+10,4%) y de zinc refinado (+6,4%) esperada para el 2008, llevaría a que el mercado de zinc refinado registre un superávit de 215 mil TM, según el ILZSG.

Cabe mencionar que el déficit promedio anual de 338 mil TM registrado entre los años 2004 - 2006 y la reducción de los inventarios asociada a dicho déficit fueron los principales factores en la significativa alza de los precios del zinc entre el segundo semestre de 2003 y finales del año 2006. Por lo tanto, la reversión del mercado hacia un superávit estaría explicando la tendencia decreciente de los precios del zinc de los últimos meses.

El precio del zinc disminuyó de US\$ 1,04 por libra al cierre de 2007 a US\$ 0,85 por libra al 30 de junio de 2008. La cotización promedio del zinc en el primer semestre de 2008 fue de US\$ 1,03 por libra, cifra inferior en 36% al promedio registrado en el primer semestre de 2007 (US\$ 1,62 por libra).

La significativa reducción en la cotización promedio del zinc afectó en gran medida la utilidad operativa de las empresas **mineras polimetálicas**<sup>43</sup>. Se observa que las únicas mineras que pudieron incrementar su utilidad operativa fueron Compañía Minera Milpo, gracias a las ventas de su nueva unidad minera Cerro Lindo, y Sociedad Minera Corona, debido a la entrada en funcionamiento de una nueva planta de óxidos que ha permitido incrementar la producción de plomo y plata.

---

<sup>41</sup> Sociedad Minera El Brocal, Compañía Minera Milpo y Compañía Minera Raura son las empresas mineras polimetálicas que poseen ventas relevantes de concentrados de cobre respecto al total de sus ventas.

<sup>42</sup> Se puede mencionar la entrada a producción a mediados de 2007 de las minas San Cristóbal en Bolivia y Cerro Lindo en Perú.

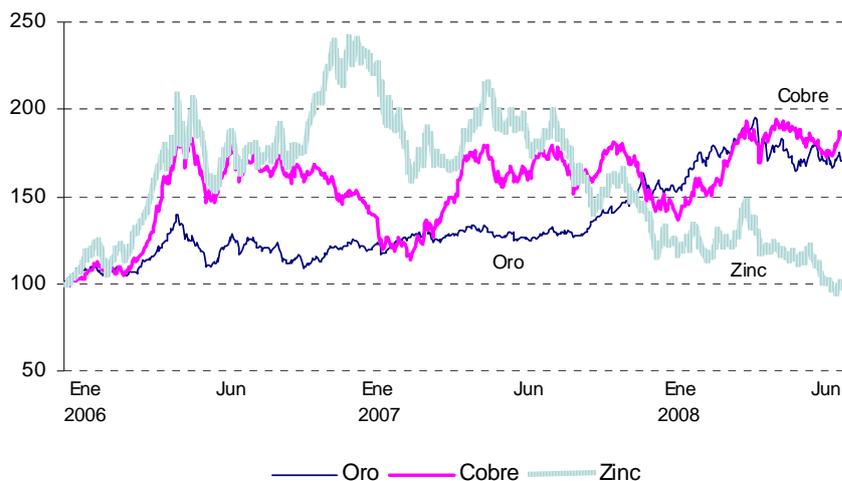
<sup>43</sup> Dada la estructura de costos, una variación porcentual positiva o negativa en la cotización de los metales se traduce en una variación porcentual de mayor magnitud en la utilidad operativa de las compañías mineras.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

**Índice de Cotización de los Principales Metales**  
(Enero 2006 – Diciembre 2007, Enero 2006 = 100)



Fuente: Reuters y Bloomberg.

117. La significativa reducción en la utilidad operativa de las empresas mineras polimetálicas se ha reflejado en un desplome en la cotización de sus acciones, lo que dada la alta ponderación que poseen en el IGBVL ha afectado a todo el mercado bursátil. Las únicas mineras polimetálicas que han registrado un rendimiento positivo han sido Compañía Minera Milpo y Sociedad Minera El Brocal.

**Utilidad Operativa de las Empresas Mineras Polimetálicas**

Empresa	Part. IGBVL (%) 1/	Moneda	Utilidad operativa (en millones) 2/			Desempeño Bursátil 3/
			I Sem 2007	I Sem 2008	Var. %	
Compañía Minera Volcan	11,4	US\$	340,2	163,6	-52%	-25%
Sociedad Minera El Brocal	4,6	US\$	90,5	68,0	-25%	14%
Compañía Minera Atacocha	4,3	US\$	55,0	14,7	-73%	-34%
Compañía Minera Milpo	4,2	US\$	54,5	63,7	17%	37%
Comp. Min. San Ignacio de Morococha	3,0	S/.	45,0	12,2	-73%	-55%
Perubar	1,6	US\$	9,3	4,7	-49%	-18%
Compañía Minera Raura	1,6	S/.	70,7	31,0	-56%	-41%
Compañía Minera Santa Luisa	1,2	S/.	88,6	11,0	-88%	-46%
Sociedad Minera Corona	1,2	US\$	23,3	26,8	15%	-41%
<b>Total</b>	<b>33,1</b>					

1/ Corresponde a la participación en el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima durante el primer semestre de 2008.

2/ Utilidad Operativa = Ingresos operacionales - (Costos de venta + Gastos de ventas + Gastos administrativos) + (Otros ingresos - Otros gastos).

3/ Durante el primer semestre de 2008.

Fuente: Conasev.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

Las acciones de Milpo se han visto favorecidas por el lanzamiento, en dos oportunidades, de una Oferta Pública de Adquisición (OPA) por parte de Votorantim Metais. El grupo económico brasileiro Votorantim, previo al lanzamiento de la OPA, era poseedor de casi el 25% de las acciones con derecho a voto de Milpo. Votorantim busca incrementar su participación por encima del 50% de las acciones con derecho a voto para hacerse del control de Milpo. De este modo, Votorantim aseguraría una oferta futura de concentrados de minerales para su refinería de Cajamarquilla, la cual se encuentra bajo un programa de expansión<sup>44</sup>.

Por su parte, las acciones de El Brocal se beneficiaron de la decisión de la empresa de triplicar su capacidad de producción. La capacidad de tratamiento de las operaciones polimetálicas (zinc, plomo y plata) se incrementará de 5 mil a 15 mil TM diarias de concentrados (mina Tajo Norte – La Llave). Además, la capacidad de tratamiento de concentrados de cobre (mina Marcapunta) aumentará de 1 mil a 3 mil TM diarias. Este proyecto de ampliación demandará una inversión de US\$ 160 millones y será financiado con recursos propios sin requerir una ampliación de capital. Con ello, la vida útil de la mina se extenderá hasta el año 2019.

118. El resto de acciones mineras, principalmente las empresas auríferas y cupríferas, tuvo un mejor desempeño que las mineras polimetálicas. Las acciones de la Compañía de Minas Buenaventura subieron 12% ante los mayores precios del **oro**, que alcanzó un nuevo récord histórico nominal de US\$ 1 012 por onza *troy* el 17 de marzo de 2008<sup>45</sup>. El oro se benefició de la debilidad del dólar y de su condición de activo refugio (volatilidad de los mercados financieros) y de activo de cobertura contra la inflación (alza en el precio del petróleo).

Las acciones de las empresas cupríferas *Southern Copper Corporation* (+4%) y Sociedad Minera Cerro Verde (-2%) no reaccionaron significativamente al alza de los precios del cobre, debido a la mayor cautela de los inversionistas. El **cobre** finalizó el primer semestre de 2008 en US\$ 3,98 por libra, lo que corresponde a un incremento de 31% respecto a fines de 2007<sup>46</sup>. La expectativa de una mayor demanda de China, las restricciones temporales de oferta en Chile y Zambia (huelgas, problemas de suministro de energía) y la reducción de los inventarios en las bolsas de metales contribuyeron al incremento de los precios del cobre.

Cabe mencionar que *Southern Copper*, Buenaventura y Cerro Verde constituyen las empresas peruanas listadas en bolsa con un mayor valor de mercado. Al 30 de junio de 2008, la capitalización bursátil de *Southern Copper* ascendió a US\$ 31,6 mil millones, la de Buenaventura a US\$ 9 mil millones y la de Cerro Verde a US\$ 8,8 mil millones.

<sup>44</sup> El programa de ampliación de la refinería de zinc de Cajamarquilla consta de 2 etapas. En la primera etapa, culminada en setiembre de 2007, Votorantim invirtió US\$ 100 millones, elevando la capacidad de producción de 130 mil a 160 mil TM por año. En la segunda etapa, la capacidad de producción se incrementará a 320 mil TM de zinc refinado por año, para lo cual Votorantim invertirá US\$ 400 millones adicionales.

<sup>45</sup> La cotización promedio del oro se incrementó en 38% de US\$ 659 por onza *troy* en el primer semestre de 2007 a US\$ 911 por onza *troy* en el primer semestre de 2008.

<sup>46</sup> De igual forma, la cotización promedio del cobre en el primer semestre de 2008 (US\$ 3,68 por libra) fue superior en 20% a la registrada en similar período del año anterior (US\$ 3,07 por libra).



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

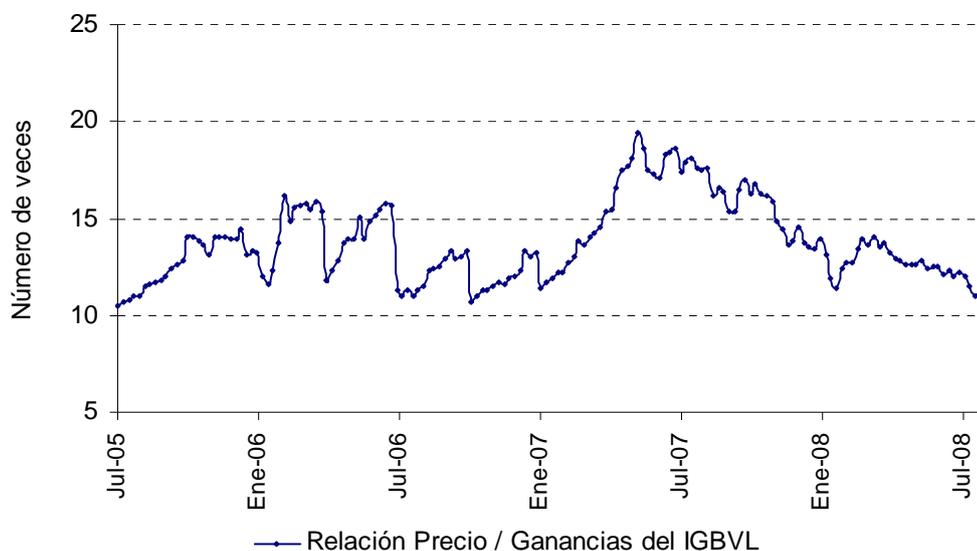
119. Las acciones **bancarias** (+11%) y las acciones **diversas** (+6%) fueron las de mejor desempeño en el mercado bursátil, destacando las acciones de *Intergroup Financial Services* (IFS), del Banco Continental, de Graña y Montero, y de *Credicorp*. La rentabilidad de estas acciones es explicada por las favorables expectativas para los próximos años del sistema financiero y del sector construcción, lo que les permitiría seguir reportando incrementos significativos en sus niveles de utilidad.
120. Las acciones de empresas **industriales** reportaron una ganancia de 2% en el primer semestre de 2008, destacando las empresas ligadas al sector construcción así como las siderúrgicas y las cementeras. En particular, sobresalieron las empresas cuyas ventas y utilidades respondieron favorablemente al dinamismo de la demanda interna y aquellas que anunciaron planes de inversión para ampliar su capacidad productiva. Así, por ejemplo, Corporación Aceros Arequipa aprovechando el crecimiento del mercado interno ha anunciado que expandirá su capacidad de producción hasta 1,2 millones de TM al año de productos terminados con una inversión de US\$ 385 millones.
121. A pesar de las favorables expectativas de las empresas ligadas a la demanda interna, la cotización de estas acciones se ha visto afectada por el descenso de las acciones mineras que cuentan con una alta ponderación en los índices. Ello debido al efecto negativo que la disminución de las acciones mineras produce sobre los portafolios y el estado de ánimo de los inversionistas. Sin embargo, se espera que eventualmente las acciones ligadas a la demanda interna empiecen a responder en mayor medida a sus mayores niveles de ventas y utilidades proyectadas, considerando las favorables perspectivas de la economía peruana.
122. A partir de mayo de 2007, se observa una reducción en el **ratio precio / ganancias** (PER)<sup>47</sup> de las acciones del IGBVL, relación que se ubica ligeramente por encima de 12 veces a junio de 2008. Esta cifra es inferior al PER registrado en los principales mercados bursátiles de la región: Argentina (14 veces), México (14 veces), Brasil (15 veces) y Chile (20 veces); y al del mercado norteamericano -S&P 500- (21 veces). Dada la alta ponderación de empresas mineras en los índices de la Bolsa de Valores de Lima y la mayor volatilidad de estas acciones, es de esperar que la bolsa limeña presente una menor valorización relativa en términos de su relación precio / ganancias. Por ello, no se puede inferir que necesariamente la Bolsa de Valores de Lima se encuentra subvaluada respecto a sus pares. Por otro lado, el descenso del PER desde mayo de 2007 indicaría que los inversionistas estarían descontando las menores utilidades esperadas para las mineras polimetálicas ante el retroceso del precio del zinc.

<sup>47</sup> El PER se puede interpretar como el número de años necesarios para que el beneficio acumulado sea igual al precio de la acción. Un PER bajo implica que se requerirá de menor tiempo para que la participación del accionista en las utilidades de la empresa sea igual al monto invertido. Cabe resaltar que el PER es un indicador que compara el precio actual de la acción (determinado con valores esperados) con las ganancias (obtenidas en el pasado), por lo que su validez como indicador de valuación de las acciones es relativo.





### Relación Precio / Ganancias de las acciones del IGBVL



Fuente: Economatica.

123. La tendencia a la baja experimentada por la Bolsa de Valores a partir de agosto de 2007 ha afectado significativamente el **monto negociado**. Se ha percibido, en el primer semestre de 2008, una apatía de los inversionistas individuales por adquirir acciones debido al desempeño negativo del mercado bursátil y, probablemente, a una estrategia de diversificación hacia otras alternativas de inversión (depósitos a plazos, fondos mutuos de renta fija, inmuebles, entre otros). De igual manera, el retiro de partícipes de los fondos mutuos mixtos y de renta variable, así como la reducción de los aportes voluntarios a las AFP determinó una participación menos activa de los inversionistas institucionales.

En el primer semestre de 2008, el monto total negociado ascendió a S/. 10 546 millones, correspondiendo a las operaciones de renta variable el 66% ó S/. 6 936 millones; a las operaciones de reporte el 23% ó S/. 2 419 millones; y a las operaciones con instrumentos de deuda del sector privado el 11% ó S/ 1 191 millones. El monto negociado en renta variable durante el primer semestre de 2008 presenta una considerable reducción, de 56% y 48% al compararse con el primer y segundo semestre de 2007, respectivamente. De igual manera, se ha observado un menor número de operaciones realizadas respecto al primer semestre de 2007 (-37%) y al segundo semestre de 2007 (-18%). Finalmente, el saldo de reportes pendientes de vencimiento se ubicó en S/. 442 millones a junio de 2008, monto menor en 10% al registrado a finales de 2007 (S/. 490 millones).

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

## Montos Negociados en la Bolsa de Valores de Lima

(En millones de soles)

	2007		2008	Variación %	
	I Sem (1)	II Sem (2)	I Sem (3)	(3)/(1)	(3)/(2)
Renta variable	15 744	13 407	6 936	-56%	-48%
Instrumentos de deuda	2 424	1 045	1 191	-51%	14%
Operaciones de reporte y préstamo	2 909	3 281	2 419	-17%	-26%
<b>Total negociado</b>	<b>21 077</b>	<b>17 733</b>	<b>10 546</b>	<b>-50%</b>	<b>-41%</b>
Promedio diario	169	142	85	-50%	-40%
Número de operaciones (en miles)	313	241	197	-37%	-18%
Reportes pendientes de vencimiento	546	490	442	-19%	-10%

Fuente: Conasev y Bolsa de Valores de Lima.

### Análisis de los Indicadores Financieros de las Empresas Corporativas

Se ha evaluado la solidez de las empresas no financieras analizando la evolución de sus principales ratios financieros de solvencia, eficiencia y rentabilidad durante los años 2001-2007.

#### Metodología

Los indicadores financieros se han obtenido de la base de datos proporcionada por el sistema de información Economatica, que reporta los estados financieros de las empresas que poseen valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores.

Las empresas se han agrupado en tres sectores económicos: industrial, agrario y minero. A su vez, el sector industrial se ha dividido en cuatro sub-sectores: alimentos y bebidas, construcción y bienes de capital, textil, y otros.

Los indicadores financieros empleados fueron:

Pasivos / Patrimonio Neto  
Pasivos / Ventas  
Gastos Administrativos / Ventas  
Retorno sobre el Patrimonio (ROE)

#### Sector Industrial

El ratio de apalancamiento (Pasivos / Patrimonio Neto) evidenció una disminución para los cuatro sub-sectores económicos analizados hasta el año 2006. El notable crecimiento de los niveles de ventas (ingresos operacionales) de este sector ha permitido una significativa reducción del ratio Pasivos / Ventas y un incremento del ROE.

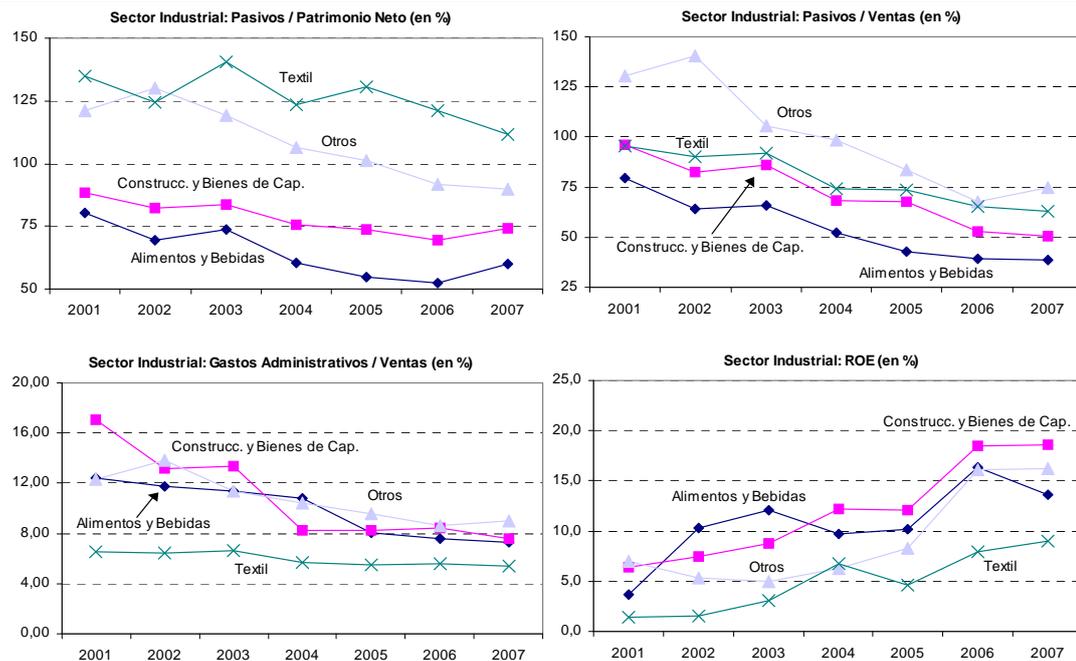
Las empresas pertenecientes al sub-sector alimentos y bebidas son las que muestran los menores niveles de endeudamiento, mientras que las empresas del sub-sector construcción y bienes de capital son las que presentan mayor rentabilidad (ROE por encima de 18% en los años 2006 y 2007).

Los gastos administrativos como porcentaje de las ventas se ubican entre 5% y 10% para los cuatro sub-sectores a partir del año 2005. En particular, resalta el descenso de este indicador para el sub-sector construcción y bienes de capital.



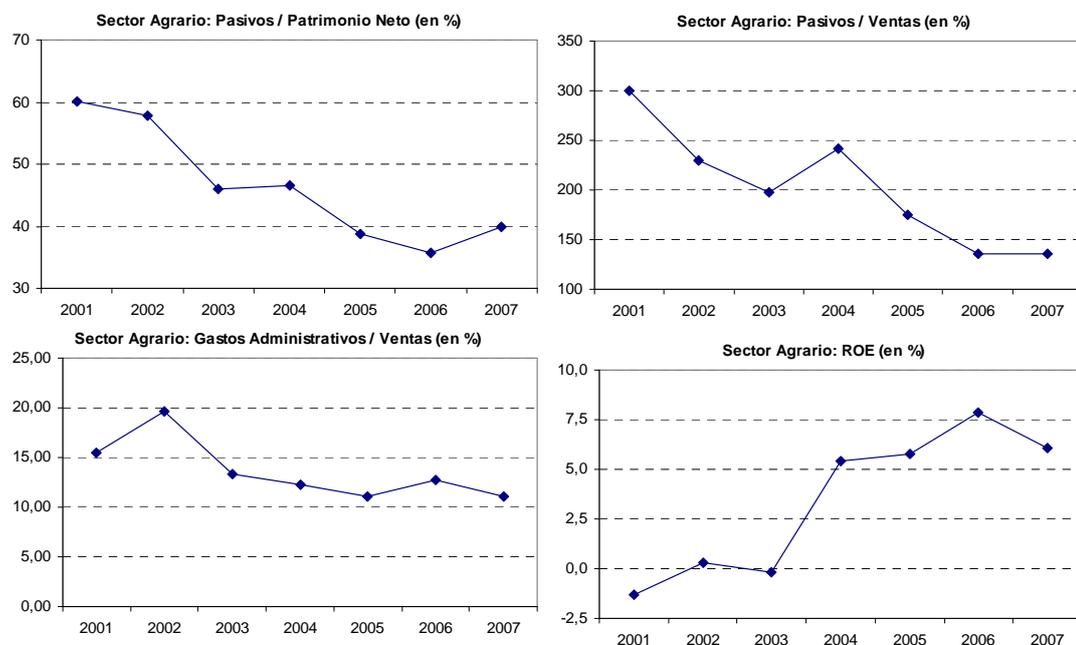
# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

## Junio de 2008



### Sector Agrario

La reestructuración patrimonial de las compañías azúcares así como el ingreso de nuevos inversionistas (por ejemplo, el Grupo Gloria en la empresa Casagrande) ha permitido mejorar los indicadores de solvencia, en particular el ratio Pasivos / Ventas. A partir del 2004, se ha evidenciado también una mejora de la rentabilidad. El ROE del sector pasó de niveles negativos en los años 2001-2003 a ubicarse por encima del 5% en los años 2004-2007. Por otro lado, si bien los gastos administrativos como porcentaje de las ventas han descendido de los niveles mostrados en el 2001-2002, éstos todavía se ubican por encima del 10%.

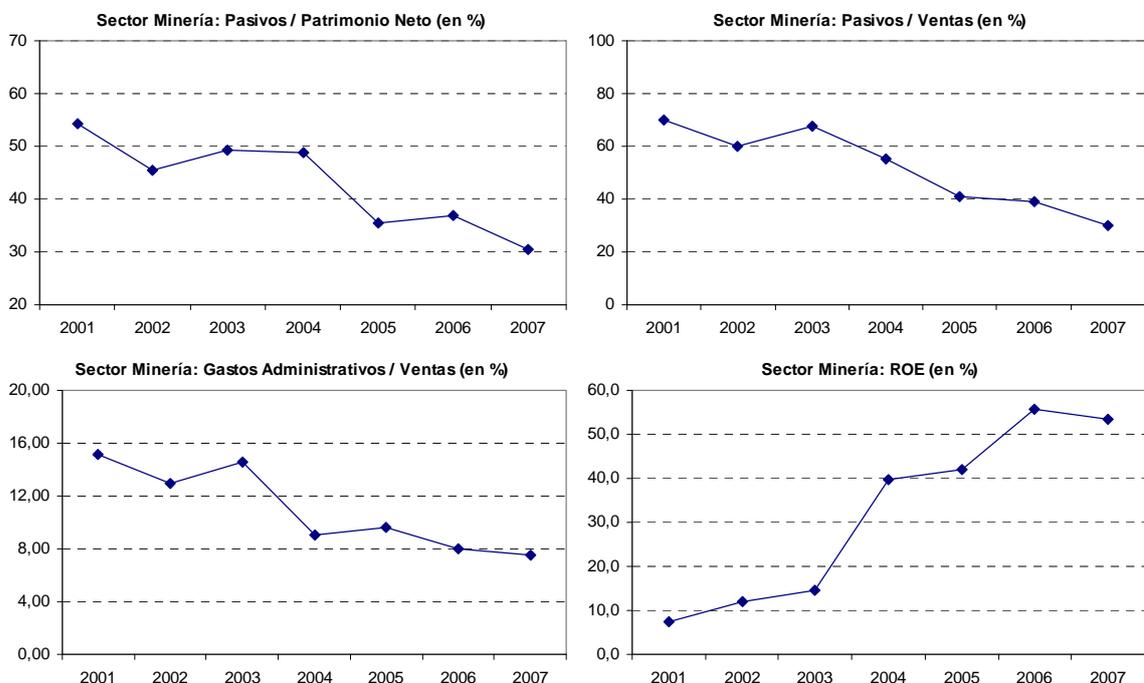




## Sector Minero

El ciclo alcista en las cotizaciones de los metales (oro, cobre, zinc, plomo, plata, estaño) entre los años 2004-2007 ha llevado a una mejora generalizada en los indicadores financieros de las compañías mineras, principalmente en la generación de flujos de caja y de utilidades. El ROE del sector minero se ubicó por encima del 40% a partir del 2004, e incluso por encima del 50% en los años 2006 y 2007. De este modo, el sector minero es el que muestra los mayores niveles de rentabilidad de los tres sectores analizados. Por su parte, los gastos administrativos como porcentaje de las ventas disminuyeron de 15% en el 2001 a un nivel inferior al 8% en el 2007.

Cabe mencionar que un alza en el precio de los metales tiene un impacto directo en los ingresos brutos de las empresas mineras y, por lo tanto, un incremento en mayor proporción de sus utilidades dado que los costos usualmente no varían. Asimismo, los mayores flujos de caja recibidos permiten a las empresas mineras incrementar su programa de inversiones, sus niveles de reserva y su producción.



## Conclusión

En general, se aprecia una mejora significativa en los indicadores financieros de las empresas evaluadas, lo que se evidencia en mejores ratios de apalancamiento, solvencia, capacidad de endeudamiento, eficiencia y rentabilidad. Esta mejora guarda relación con el crecimiento económico experimentado por el país en los últimos 6 años y con los mayores precios de los metales, que han impactado positivamente en los resultados financieros de las empresas mineras. Estos factores han impulsado las ventas y utilidades de las empresas. Asimismo, la capitalización de estas utilidades ha permitido una mejora en los ratios de solvencia, al incrementarse el patrimonio neto.

### III.4 Inversionistas Institucionales

124. El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales creció en 5,9% ó S/. 4 795 millones en el primer semestre de 2008, alcanzando los S/. 86 760 millones. Este crecimiento estuvo sustentado por el incremento de S/. 2 101 millones ó 3,4% de la cartera administrada por las AFP y de S/. 2 012 millones ó 15,7% del portafolio de inversión de los fondos mutuos. Asimismo, destacó el mayor patrimonio administrado por los fondos de inversión constituidos bajo oferta pública (S/. 258 millones ó 37,4%). Cabe destacar que este incremento de los recursos administrados por los inversionistas institucionales se da en un contexto negativo del mercado bursátil, el cual afectó la valorización del portafolio de acciones de las AFP, fondos mutuos mixtos y compañías de seguros.
125. A junio de 2008, las AFP administran una cartera de inversiones equivalente a S/. 63 152 millones, lo que representa el 73% del portafolio total de los inversionistas institucionales. En segundo lugar, se encuentran las sociedades administradoras de fondos mutuos, con un portafolio equivalente a S/. 14 834 millones ó 17% del total de recursos de los inversionistas institucionales. Finalmente, las compañías de seguro y los fondos de inversión administran recursos equivalentes a S/. 7 824 millones y S/. 950 millones, respectivamente.

**Portafolio Administrado por los Inversionistas Institucionales**  
(En millones de soles)

	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Var. I Sem 2008		Estructura Jun-08
				Mill. de S/.	%	
AFP	46 050	61 051	63 152	2 101	3,4%	73%
Fondos Mutuos	8 241	12 822	14 834	2 012	15,7%	17%
Compañías de Seguros	7 072	7 401	7 824	423	5,7%	9%
Fondos de Inverisión	721	691	950	258	37,4%	1%
<b>Total</b>	<b>62 084</b>	<b>81 965</b>	<b>86 760</b>	<b>4 795</b>	<b>5,9%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Conasev y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

#### III.4.1 AFP

126. La importancia de las AFP dentro del mercado de capitales local se verifica en que el monto de su cartera administrada, de S/. 63 152 millones, equivale aproximadamente a 18% del PBI y 61% de las Reservas Internacionales Netas. El incremento en S/. 2 101 millones de la cartera administrada en el primer semestre de 2008 se explicó casi en su totalidad por los aportes realizados por los afiliados a sus Cuentas Individuales de Capitalización, dado que la rentabilidad fluctuó entre 0,8% del Fondo Tipo II y 2,1% del Fondo Tipo I.
127. Por tipo de instrumentos, se realizaron mayores inversiones en Certificados de Depósito del BCRP (S/. 2 343 millones), en el exterior (S/. 1 475 millones) y en depósitos en el sistema financiero (S/. 840 millones). Por su parte, se observó

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

una reducción del portafolio de bonos soberanos (S/. 1 805 millones) y de las tenencias de títulos de renta variable (S/. 318 millones)<sup>48</sup>.

128. En enero y febrero de 2008, las AFP recompusieron su portafolio de instrumentos de deuda gubernamental, reduciendo su exposición a bonos del gobierno central (bonos globales y bonos soberanos) e incrementando sus tenencias de Certificados de Depósito del BCRP.

Ante la mayor volatilidad observada en los mercados financieros internacionales, que se traducía en un incremento de la prima por riesgo de la deuda de los países emergentes, las AFP optaron por reducir sus tenencias de **bonos globales** peruanos. En el primer semestre de 2008, las inversiones de las AFP en dichos bonos se redujeron de S/. 442 millones a S/. 77 millones. Cabe recordar que estos bonos se encuentran denominados en dólares y son negociados en el mercado internacional.

El significativo ingreso de capitales de corto plazo del exterior a comienzos de 2008, con la finalidad de adquirir activos en moneda nacional, generó una demanda inusitada de **bonos soberanos** por parte de los inversionistas no residentes. Las AFP aprovecharon esta mayor demanda para transferirle a los inversionistas no residentes parte de su portafolio de bonos soberanos, en un contexto en que se incrementaba el riesgo país y el Banco Central de Reserva empezaba a elevar su tasa de interés de referencia. En particular, las AFP se deshicieron de los bonos soberanos ubicados en el tramo medio de la curva (plazo de vencimiento de 2 a 5 años). De esta manera, a diferencia del año 2007 en que el portafolio de bonos soberanos se incrementó en S/. 5 403 millones, en el primer semestre de 2008 las AFP disminuyeron sus tenencias de bonos soberanos en S/. 1 805 millones.

## Composición de las inversiones de las AFP por instrumento financiero

	Saldo en millones de soles			Var. (millones de soles)		Estructura	
	Dic-06	Dic-07	Jun-08	2007	2008	Dic-07	Jun-08
Bonos del gobierno	8 168	12 604	10 434	4 436	-2 170	20,6%	16,5%
Bonos soberanos	6 759	12 162	10 357	5 403	-1 805	19,9%	16,4%
Certificados de Depósitos del BCRP	617	790	3 133	173	2 343	1,3%	5,0%
Depósitos en el sistema financiero	2 521	1 447	2 287	-1 074	840	2,4%	3,6%
Cuenta corriente	243	384	296	141	-89	0,6%	0,5%
Instrumentos de renta fija del sector privado	6 911	9 677	9 764	2 766	87	15,9%	15,5%
Bonos de empresas no financieras	5 014	6 226	6 277	1 212	52	10,2%	9,9%
Títulos de renta variable	19 412	25 159	24 841	5 747	-318	41,2%	39,3%
Sociedades Titulizadoras	3 254	2 453	2 183	-801	-271	4,0%	3,5%
Fondos de inversión	1 121	793	1 164	-327	370	1,3%	1,8%
Operaciones en tránsito	130	73	-183	-58	-256	0,1%	-0,3%
Inversiones en el exterior	3 916	8 055	9 530	4 139	1 475	13,2%	15,1%
<b>Total</b>	<b>46 050</b>	<b>61 051</b>	<b>63 152</b>	<b>15 001</b>	<b>2 101</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

El Banco Central de Reserva se vio obligado, ante el ingreso de capitales de corto plazo del exterior, a intervenir en el mercado cambiario a través de la

<sup>48</sup> No es posible, con la información pública disponible, identificar cuánto de la variación de las inversiones de las AFP en renta variable corresponde a una variación en el precio de las acciones y cuánto corresponde a una variación en el número de acciones poseídas.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

compra de dólares para evitar los riesgos que implica una excesiva volatilidad del tipo de cambio en una economía dolarizada. Debido a ello, las operaciones monetarias del Banco Central de Reserva estuvieron orientadas a esterilizar, vía la colocación de Certificados de Depósitos, las compras de dólares<sup>49</sup>. Gracias a la liquidez de la que disponían por las ventas de bonos soberanos, las AFP optaron por aumentar sus tenencias de **Certificados de Depósito del BCRP** aprovechando la mayor oferta de estos papeles en el mercado. Así, a junio de 2008, poseían S/. 3 133 millones de Certificados de Depósito del BCRP, lo que representa el 5% del total de la cartera administrada.

129. En contraste con lo observado en el año 2007, el monto invertido por las AFP en **instrumentos de renta fija del sector privado** no sufrió un incremento significativo (S/. 87 millones). Por su parte, los **depósitos en el sistema financiero** aumentaron en S/. 840 millones durante los seis primeros meses de 2008, alcanzando un saldo de S/. 2 287 millones.
130. Dada la coyuntura actual, donde las presiones inflacionarias han llevado a un aumento progresivo de las tasas de interés, las AFP han preferido reducir la duración de sus instrumentos de renta fija. Ello se da por el mayor efecto que tiene un alza de las tasas de interés sobre el precio de los instrumentos con un mayor plazo de maduración. Por ello, las AFP han favorecido la adquisición de instrumentos con una menor maduración, como los Certificados de Depósito del BCRP. De igual modo, han incrementado sus depósitos en el sistema financiero, los cuales poseen una rentabilidad definida y son de muy corto plazo.
131. A junio de 2008, el portafolio en **acciones** locales de las AFP equivale a S/. 24 841 millones ó el 39% del total de la cartera administrada. Este portafolio de acciones se concentra principalmente en tres empresas: *Credicorp*, Buenaventura y *Southern Copper*, las que tuvieron un rendimiento positivo en el primer semestre de 2008 (ver sección Renta Variable). En cuanto al resto de acciones en el portafolio de las AFP, destacó el desempeño de las acciones de las empresas del sistema financiero: *Intergroup Financial Services* y Banco Continental; de las ligadas al sector construcción: Graña y Montero, Cementos Lima y Cementos Pacasmayo; y del sector energía: Refinería La Pampilla y *Maple Energy* (gas natural, petróleo, refinación, generación eléctrica y etanol).

Por otro lado, tuvieron un desempeño negativo las acciones de las mineras polimetálicas Volcan y Atacocha; así como de las empresas Ferreyros y Edegel, pertenecientes a los sectores de bienes de capital y eléctrico, respectivamente.

<sup>49</sup> El saldo de Certificados de Depósitos del BCRP se incrementó de S/. 21 458 millones en diciembre de 2007 a S/. 34 660 millones en junio de 2008.



## Portafolio de Acciones de las AFP por Sectores Económicos

Sector Económico	# Empresas	Empresas
<b>Minería</b>	<b>6</b>	
- Polimetálica (zinc, plomo, plata)	3	Volcan, Milpo, Atacocha
- Oro y plata	1	Buenaventura
- Cobre	1	Southern Copper Corporation
- Estaño	1	Minsur
<b>Industria</b>	<b>8</b>	
- Construcción y bienes de capital	4	Cementos Lima, Ferreyros, Graña y Montero y Cementos Pacasmayo
- Alimentos y Bebidas	1	Alicorp
- Energía y refinación	2	Refinería La Pampilla, Maple Energy
- Bienes de Consumo	1	Editora El Comercio
<b>Sistema Financiero</b>	<b>5</b>	Credicorp, IFS, Banco Continental, Scotiabank y Banco de Crédito
<b>Servicios Públicos</b>	<b>4</b>	Edegel, Enersur, Edelnor y Luz del Sur
<b>Total</b>	<b>23</b>	

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Cabe mencionar que la elevada concentración, poca profundidad y escaso número de empresas en el portafolio de acciones de las AFP se debe a que no pueden invertir libremente en las empresas que sus Comités de Inversiones consideren conveniente, a diferencia de otros inversionistas institucionales como los fondos mutuos. La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP es la entidad encargada de autorizar los instrumentos financieros (como acciones de empresas locales) en los que las AFP pueden invertir; no obstante, en los últimos años no se han ampliado las posibilidades de inversión en renta variable local.

132. En el primer semestre de 2008, las **inversiones en el exterior** de las AFP se han incrementado en S/. 1 475 millones, a S/. 9 530 millones, con lo que participación sobre el total de la cartera administrada ha subido de 13,2% en diciembre de 2007 a 15,1% en junio de 2008. Las principales inversiones en el exterior de las AFP se concentran en fondos mutuos (S/. 5 837 millones), ADRs (S/. 701 millones)<sup>50</sup>, títulos de deuda de gobiernos extranjeros y agencias (S/. 661 millones) y bonos de empresas financieras extranjeras (S/. 647 millones).

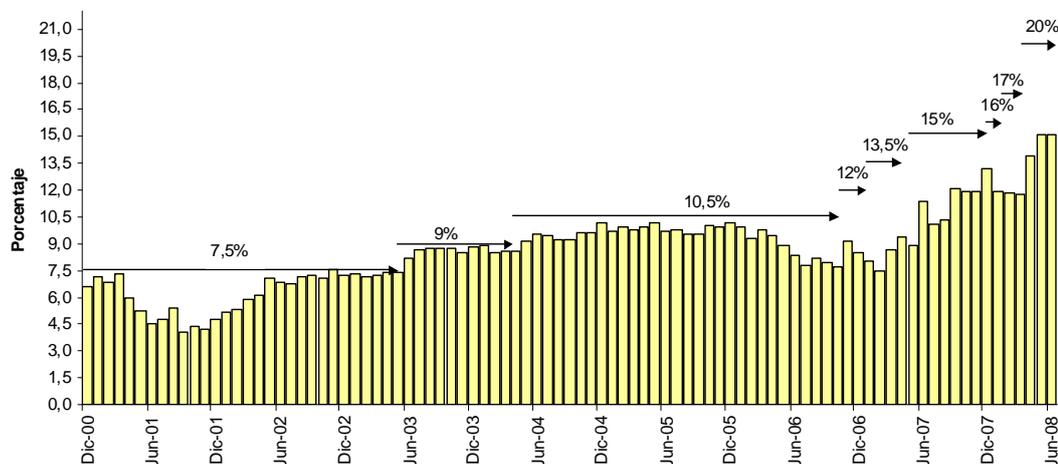
Desde diciembre de 2007, el Banco Central ha incrementado en tres oportunidades el **límite operativo** de las inversiones en instrumentos emitidos por gobiernos, entidades financieras y no financieras cuya actividad económica mayoritariamente se realice en el exterior<sup>51</sup>. A comienzos de enero de 2008, se elevó el límite de inversión operativo en el exterior como porcentaje del valor del fondo de pensiones, de 15% a 16% (Circular No. 002-2008-BCRP); a finales de ese mismo mes, a 17% (Circular No. 007-2008-

<sup>50</sup> Los *American Depositary Receipt* (ADR) representan la propiedad de acciones de una empresa extranjera que se negocia en el mercado norteamericano.

<sup>51</sup> De conformidad con lo dispuesto en el artículo 25°-D del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones aprobado por Decreto Supremo N° 054-97-EF.

BCRP); y en abril de 2008, se incrementó a 20% (Circular No. 017-2008-BCRP)<sup>52</sup>.

### Límites operativos e Inversiones de los Fondos de Pensiones en el Exterior (Como porcentaje del total de la cartera administrada)



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

133. A partir de diciembre de 2005, entró en funcionamiento el **esquema de los multifondos**, el cual permite a los afiliados escoger entre tres tipos de administración de fondos de pensiones de acuerdo a su edad, horizonte de jubilación, tolerancia al riesgo, expectativa de rentabilidad y perspectiva del mercado bursátil.

El Fondo Tipo I está diseñado para los afiliados próximos a jubilarse y para los que poseen una mayor aversión al riesgo. Este fondo presenta pequeñas fluctuaciones en la rentabilidad dado que tiene un límite máximo de inversión de 10% en renta variable, por lo que es adecuado para los afiliados que requieren una certeza y seguridad respecto al monto de su capital.

El Fondo Tipo II, con un límite de 45% en renta variable, es un portafolio balanceado entre renta fija y variable con un nivel de riesgo moderado.

El Fondo Tipo III puede invertir hasta un 80% en renta variable y está diseñado para los afiliados que poseen expectativas positivas respecto al mercado bursátil, por lo que están dispuestos a incrementar su exposición al mercado de renta variable local. Este fondo tiene como finalidad buscar retornos a largo plazo por encima del promedio y es recomendable para los afiliados con un horizonte de jubilación muy lejano que pueden asumir mayores fluctuaciones (volatilidad) en su fondo de pensiones.

134. En el primer semestre de 2008, se produjo una recomposición de los portafolios por parte de los agentes económicos hacia inversiones con un menor componente de renta variable. En el caso de los afiliados al Sistema

<sup>52</sup> Mediante el Decreto Legislativo N° 1 008, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 6 de mayo de 2008, se elevó el **límite legal** de las inversiones en el exterior de 20% a 30% del valor total del fondo de pensiones, manteniendo el Banco Central de Reserva la facultad de establecer un límite máximo operativo.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

Privado de Pensiones, se observó un traslado hacia el Fondo Tipo I, que aumentó en 21% de S/. 3 069 millones en diciembre de 2007 a S/. 3 705 millones en junio de 2008. A junio de 2008, el Fondo Tipo I representa el 6% del total de recursos administrados por las AFP.

El 72% de la cartera administrada por las AFP a junio de 2008 está en el Fondo Tipo II. Este fondo creció 3,3%, a S/. 45 320 millones, en el primer semestre de 2008. El Fondo Tipo III, luego de registrar un notable aumento de 510% en el 2007, sólo registró un crecimiento de 0,2% en los 6 primeros meses de 2008, evidenciando el menor interés de los afiliados en asignar sus Cuentas Individuales de Capitalización hacia un portafolio compuesto mayoritariamente por instrumentos de renta variable.

**Cartera Administrada de las AFP por Tipo de Fondo**

Fondo de Pensiones	Saldo en millones de soles			Var. %		Estructura %	
	Dic-06	Dic-07	Jun-08	2007	I Sem 2008	2007	I Sem 2008
Tipo I	2 694	3 069	3 705	14%	21%	5%	6%
Tipo II	41 045	43 877	45 320	7%	3,3%	72%	72%
Tipo III	2 312	14 105	14 127	510%	0,2%	23%	22%
<b>Total</b>	<b>46 050</b>	<b>61 051</b>	<b>63 152</b>	<b>33%</b>	<b>3,4%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

135. Los fondos de pensiones registraron en el primer semestre de 2008 una rentabilidad de 2,1% para el Fondo Tipo I, de 0,8% para el Fondo Tipo II y de 1,6% para el caso del Fondo Tipo III. Cabe destacar que los tres tipos de fondos presentaron un retorno positivo, a pesar que la Bolsa de Valores de Lima presentó una disminución de 7% en sus principales índices. Al igual que lo acontecido en el segundo semestre de 2007, este comportamiento diferenciado se explica por el peso que poseen Credicorp, Buenaventura y Southern Copper en el portafolio de acciones de las AFP (aproximadamente 45%); dichas acciones han tenido un desempeño superior al de los índices bursátiles desde el año 2007.

El análisis de la relación riesgo – rentabilidad muestra que el Fondo Tipo I obtuvo un desempeño superior (mayor rentabilidad con menor volatilidad) respecto al resto de fondos de pensiones y al IGBVL durante el primer semestre de 2008.

**Rentabilidad de la Cartera Administrada de las AFP por Tipo de Fondo**

	Rentabilidad				Riesgo 1/ 2007-2008
	2007	I Sem 2007	II Sem 2007	I Sem 2008	
Fondo Tipo I	10%	10%	-0,4%	2,1%	3,1%
Fondo Tipo II	24%	27%	-2,3%	0,8%	10%
Fondo Tipo III	40%	49%	-5,9%	1,6%	16%
IGBVL	36%	74,0%	-20%	-7%	28%

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

Fuente: Bolsa de Valores de Lima y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.



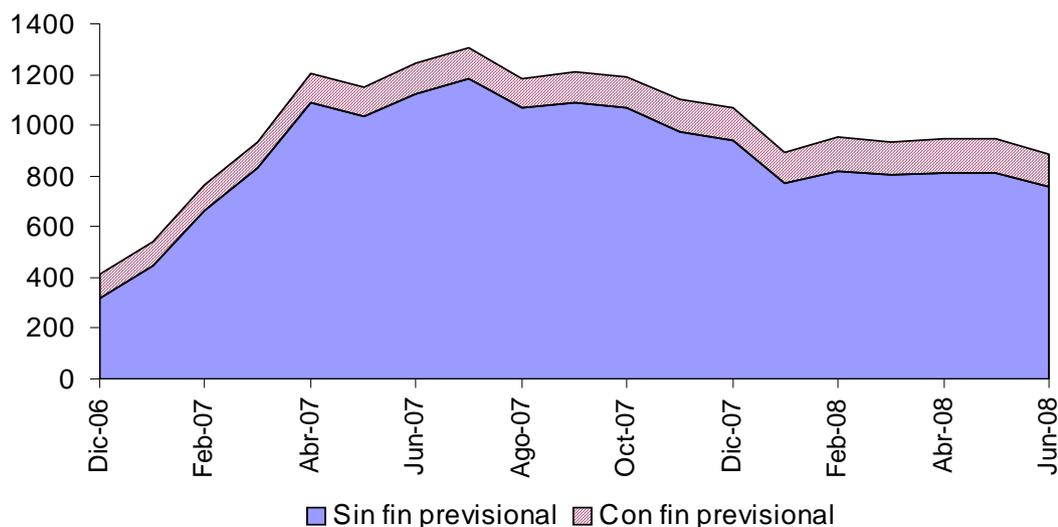
# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

136. Los afiliados al Sistema Privado de Pensiones también pueden realizar **aportes voluntarios**, con o sin fin provisional, para que sean invertidos por las AFP. El saldo de aportes voluntarios alcanzó un máximo de S/. 1 304 millones en julio de 2007, a la par de los máximos registrados por los índices bursátiles. Sin embargo, a junio de 2008, el saldo de aportes voluntarios se había reducido a S/. 888 millones.

En el primer semestre de 2008, el saldo de los aportes sin fin provisional disminuyó en S/. 182 millones ó 19%, a S/. 755 millones. A pesar de la evolución positiva de los valores cuota para los distintos tipos de fondos, se observó una mayor apatía de las personas naturales frente al mercado bursátil dado su mal desempeño y alta volatilidad. Por ello, los afiliados optaron por reducir la exposición de sus portafolios a instrumentos de renta variable local, lo cual se tradujo en un retiro parcial de sus aportes voluntarios sin fin provisional. Por su parte, el saldo de los aportes voluntarios con fin provisional aumentó en S/. 3 millones, alcanzando los S/. 133 millones.

**Saldo de Aportes Voluntarios al Fondo de Pensiones**  
(En millones de soles)



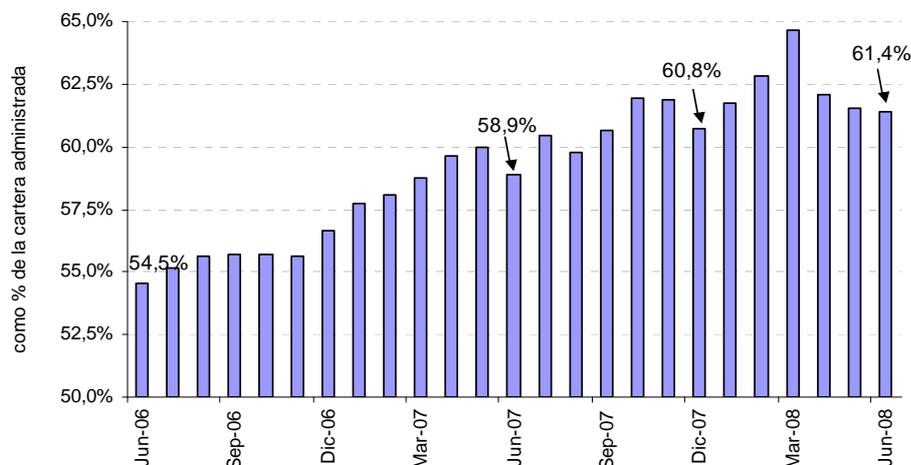
Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

137. En el primer semestre de 2008, se produjo una mayor **solarización** del portafolio de inversiones de las AFP. A junio de 2008, el 61,4% de la cartera administrada por las AFP lo constituían inversiones en moneda nacional (60,8% a diciembre de 2007). La mayor solarización del portafolio de inversiones se debió a la apreciación del nuevo sol durante el primer trimestre de 2008.





**Solarización de la cartera de inversiones de las AFP**



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

### III.4.2 Fondos Mutuos

138. El **portafolio de inversión** de los fondos mutuos se incrementó en 15,7%, subiendo de S/. 12 822 millones en diciembre de 2007 a S/. 14 834 millones en junio de 2008. En este período, ingresaron a operar 5 nuevos fondos mutuos, de los cuales 4 fueron fondos mutuos mixtos y de renta variable.

El **número de partícipes** registró un crecimiento de 7%, alcanzando las 294 246 personas a junio de 2008. El crecimiento en el número de partícipes, de 19 120 personas, observado en el primer semestre de 2008 es significativamente menor al crecimiento de 107 634 personas reportado en el 2007. Esta diferencia obedece a que, en los primeros siete meses de 2007, se produjo un importante ingreso de agentes económicos hacia los fondos mutuos mixtos y de renta variable recién constituidos, atraídos por el “boom” del mercado bursátil de 2006 y de la primera mitad de 2007<sup>53</sup>. Sin embargo y luego que los índices bursátiles alcanzaran sus máximos en julio de 2007, se produjo un traslado gradual de partícipes de los fondos mutuos mixtos y de renta variable hacia los fondos mutuos en obligaciones<sup>54</sup>.

139. Las tenencias de **títulos de renta variable** de los fondos mutuos disminuyeron en S/. 488 millones en el primer semestre de 2008, luego del crecimiento de S/. 1 943 millones experimentado en el 2007. Esta disminución responde al retiro de partícipes de los fondos mutuos mixtos y de renta variable y al menor valor (precio) de las acciones en poder de los fondos mutuos. A junio de 2008, la cartera de acciones de los fondos mutuos fue de S/. 1 585 millones, lo que representa el 11% del total de las inversiones de los fondos mutuos (16% en diciembre de 2007).

<sup>53</sup> Ver Reporte de Estabilidad Financiera de junio de 2007.

<sup>54</sup> Los fondos mutuos en obligaciones invierten en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, tales como depósitos a plazo, bonos o letras hipotecarias. Estos fondos no poseen exposición alguna a renta variable (acciones).

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

## Portafolio de Inversión y Principales Indicadores de los Fondos Mutuos

	Saldo en millones de soles			Var. (Mill de S/.)		Estructura %		
	Dic-06	Dic-07	Jun-08	2007	I Sem 2008	Dic-06	Dic-07	Jun-08
Composición de las inversiones:								
Depósitos y certificados	2 801	4 673	7 431	1 872	2 759	34%	36%	50%
Instrumentos de renta fija	5 310	6 076	5 818	766	-258	64%	47%	39%
Títulos de renta variable	130	2 073	1 585	1 943	-488	2%	16%	11%
<b>Total</b>	<b>8 241</b>	<b>12 822</b>	<b>14 834</b>	<b>4 581</b>	<b>2 012</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Principales indicadores:								
Número total de fondos mutuos	26	39	44	13	5			
Número total de partícipes	167 492	275 126	294 246	107 634	19 120			
Grado de dolarización	76%	55%	48%	-21%	-7%			

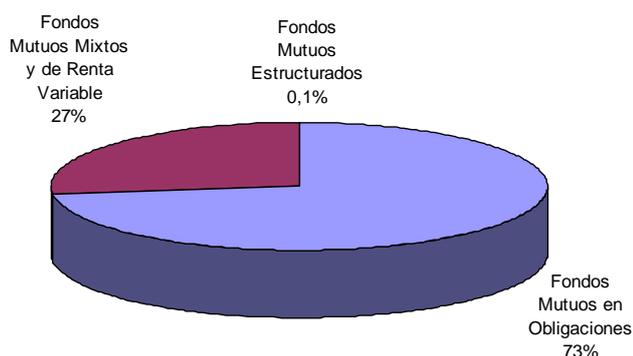
Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

En los seis primeros meses de 2008, los **depósitos y certificados de depósitos negociables** aumentaron en S/. 2 759 millones, a S/. 7 431 millones. Por su parte, las inversiones en **instrumentos de renta fija** declinaron en S/. 258 millones, a S/. 5 818 millones. Este declive obedece, en parte, a que la apreciación del nuevo sol reduce el valor de los instrumentos de renta fija en dólares al momento de expresarse en soles<sup>55</sup>. A junio de 2008, los depósitos y certificados de depósitos representan el 50% del total del portafolio de los fondos mutuos, mientras que los instrumentos de renta fija el 39%.

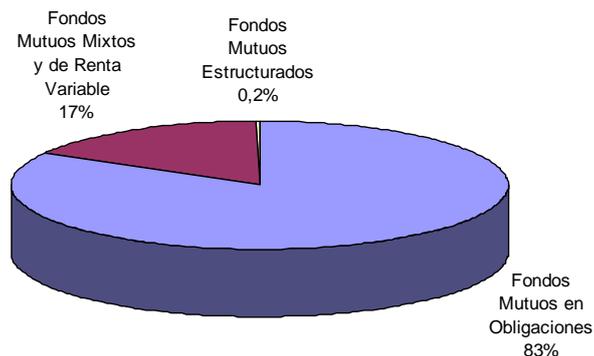
A junio de 2008, los **fondos mutuos en obligaciones** representaron el 83% del total del portafolio de inversión administrado por los fondos mutuos, cifra superior al 73% registrado a diciembre de 2007. La participación de los fondos mutuos mixtos y de renta variable disminuyó de 27% en diciembre de 2007 a 17% en junio de 2008. Sin embargo, este porcentaje es muy superior a la participación de 6% que registraban a diciembre de 2006.

## Portafolio de Inversión por Tipo de Fondo Mutuo

Diciembre 2007: S/. 12 822 millones



Junio 2008: S/. 14 834 millones



<sup>55</sup> Los fondos mutuos poseían S/. 3 379 millones en instrumentos de renta de fija en dólares y S/. 439 millones en instrumentos de renta fija en soles a junio de 2008.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

140. A partir de agosto de 2007, se observó un declive en el número de partícipes de los **fondos mutuos mixtos y de renta variable**. La mayor pérdida mensual de partícipes ocurrió en enero, donde se retiraron aproximadamente 10 mil personas. Cabe mencionar que este mes coincide con el período de mayor volatilidad de la Bolsa de Valores de Lima (ver sección Renta Variable).

Las principales ventajas de participar en los fondos mutuos mixtos y de renta variable respecto a invertir directamente en la Bolsa de Valores de Lima consisten en que no se requiere realizar una decisión activa sobre la compra y venta de acciones y se puede acceder a una cartera diversificada de acciones con un menor monto invertido. Las decisiones de inversión quedan a cargo del Comité de Inversiones de cada Sociedad Administradora de Fondos Mutuos. Estas dos características hacen que sean el vehículo ideal para los pequeños inversionistas, por la diversificación a la que pueden acceder; y para las personas que no poseen un mayor conocimiento del mercado bursátil, dado que la gestión de las inversiones son realizadas por profesionales especializados.

## Principales Indicadores de los Fondos Mutuos Mixtos y de Renta Variable

	Dic-06	Jun-07	Dic-07	Ene-08	Feb-08	Mar-08	Abr-08	May-08	Jun-08
Número de fondos operativos	6	14	17	17	17	17	18	19	21
Número de partícipes 1/	7,5	79,6	77,6	67,7	64,9	61,7	58,8	58,4	56,3
Tenencias de renta variable 2/	130	2 497	2 073	1 644	1 778	1 724	1 677	1 644	1 585

1/ En miles.

2/ En millones de soles.

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

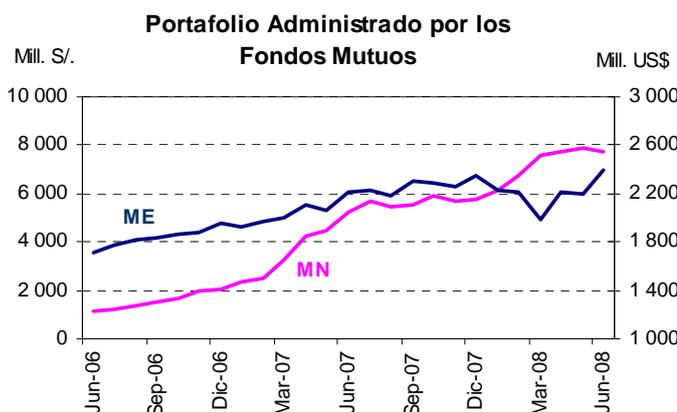
Los fondos mutuos, a diferencia de las AFP, pueden invertir libremente en cualquier acción que cotice en la Bolsa de Valores de Lima sin necesidad de una autorización previa por parte de un organismo regulador. Ello permite una mayor diversificación de la cartera de acciones de los fondos mutuos y una mayor flexibilidad del Comité de Inversiones de cada fondo para adoptar distintas estrategias de inversión o recomponer su portafolio.

141. El portafolio en moneda nacional de los fondos mutuos aumentó de S/. 5 768 millones en diciembre de 2007 a S/. 7 741 millones en junio de 2008, producto principalmente de las mayores inversiones en depósitos a plazo en soles, que crecieron de S/. 1 661 millones a S/. 3 412 millones en similar período. Además, los fondos mutuos adquirieron el 40% de las emisiones de instrumentos de deuda del sector privado, donde el 80% de las emisiones se realizaron en moneda nacional (ver sección Renta Fija Privada). De este modo, el **grado de dolarización** de los fondos mutuos se redujo en 7 puntos porcentuales (de 55% en diciembre de 2007 a 48% en junio de 2008), continuando la tendencia iniciada en junio de 2006.

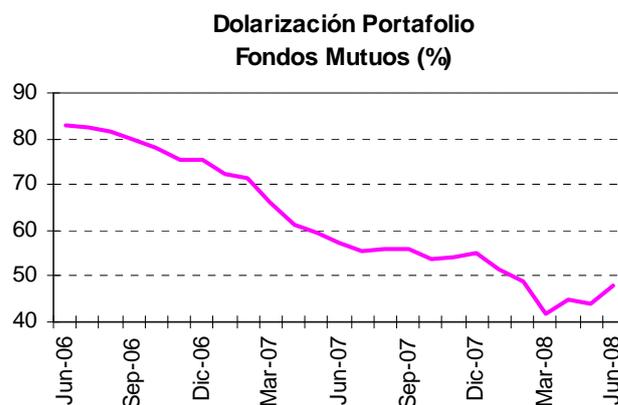


# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008



Fuente: Conasev.



Fuente: Conasev.

### III.4.3 Compañías de Seguro

142. El **portafolio de inversión** de las compañías de seguro se incrementó de S/. 7 401 millones en diciembre de 2007 a S/. 7 824 millones en junio de 2008. Este portafolio equivale al 9% del total de recursos administrados por los inversionistas institucionales. En el primer semestre de 2008, el grado de dolarización del portafolio de inversiones de las compañías de seguros registró un ligero incremento, pasando de 56% a 57%. El portafolio de inversiones de las compañías de seguro se puede dividir entre aquellas especializadas en ramos de vida y las generales.

143. A junio de 2008, los **seguros de vida** representan el 83% de las inversiones totales (ramos de vida y generales). En vista que los riesgos están condicionados a la existencia y a la edad del asegurado, las compañías de ramos de vida invierten sus recursos fundamentalmente en instrumentos de renta fija, dado que deben formar una reserva técnica cuya utilización ocurrirá en el largo plazo. Las inversiones en instrumentos de renta fija representan el 72% del portafolio de inversiones de los seguros de vida, cifra superior al 70% registrado en diciembre de 2007. En el primer semestre del año, se observó también una mayor participación de las inversiones en instrumentos de renta variable (de 7% a 9%) y una reducción de la participación de las inversiones en caja y depósitos (de 15% a 11%).

Cabe destacar, la importancia del Sistema Privado de Pensiones para la industria de seguros de vida, lo que se manifiesta en que las reservas técnicas del Sistema Privado de Pensiones representan el 79% del total de obligaciones técnicas de los seguros de vida. Los seguros relacionados con el Sistema Privado de Pensiones son los de rentas de jubilación y los de rentas de invalidez y sobrevivencia.

144. Las **compañías de ramos generales** abarcan todos los demás riesgos no comprendidos en la definición de ramos de vida. Estas compañías invierten las primas recaudadas fundamentalmente en instrumentos de muy corto plazo o de renta variable, ya que sus desembolsos de caja son menos predecibles dado que dependen de la ocurrencia de siniestros. A junio de 2008, el portafolio de las compañías de ramos generales estaba compuesto por: caja y

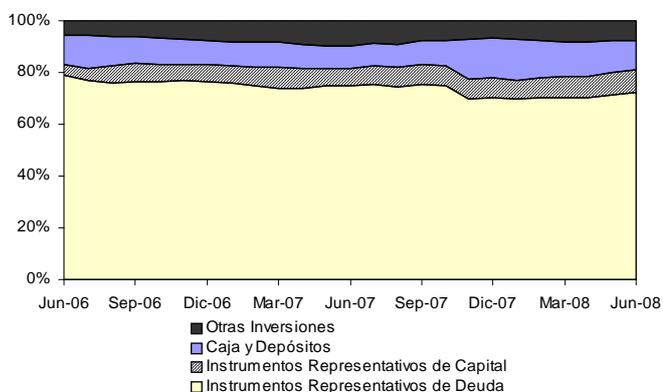


# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

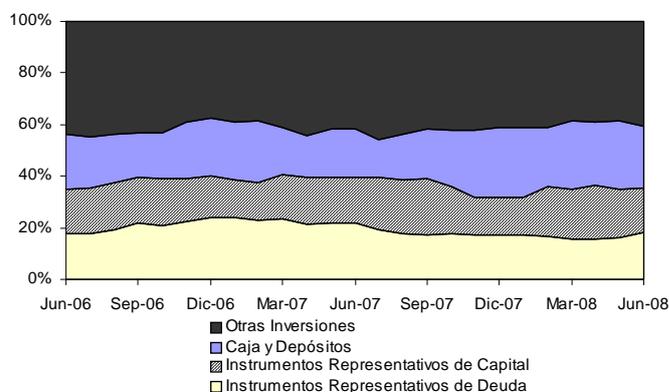
Junio de 2008

depósitos (24%), instrumentos de renta fija (18%), instrumentos de renta variable (17%) y otras inversiones (40%)<sup>56</sup>.

Composición del Portafolio de Inversión Ramos de Vida



Composición del Portafolio de Inversión Ramos Generales



## III.4.4 Fondos de Inversión

145. El fondo de inversión es un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en los valores y demás activos señalados en el marco legal<sup>57</sup>. Son conocidos como fondos de capital cerrados, debido a que su número de cuotas es fijo y no son susceptibles de rescate, reembolso o de incremento en su valor por nuevas aportaciones. No obstante, la asamblea general de partícipes podrá excepcionalmente acordar que se efectúen nuevas aportaciones o se aumente el número de cuotas.

146. Las **Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI)** pueden optar por colocar las cuotas de los fondos que estructuran mediante oferta pública o privada. Grupo Coril es la única SAFI que cuenta con fondos cuyas cuotas han sido colocadas solamente mediante oferta pública (administra 5 fondos). Access SEAF, Capital Investments, Enfoca, Larraín Vial, NCF, Summa y Value Investments Perú administran fondos de inversión con participaciones colocadas solamente de manera privada. El resto de SAFI -AC Capitales, Compass Group y Sigma- cuentan con fondos tanto públicos como privados. En total, las SAFI manejan 9 fondos públicos y 15 fondos privados<sup>58</sup>.

A junio de 2008, existen 9 **fondos de inversión** operativos cuyos certificados de participación fueron colocados mediante **oferta pública**, que registran un patrimonio de S/. 950 millones, con un total de 282 partícipes. Por su parte, el patrimonio administrado por los fondos de inversión colocados bajo **oferta privada** supera ligeramente los S/. 1 800 millones. Los recursos invertidos por las AFP en fondos de inversión ascendieron a S/. 1 164 millones a junio de 2008. En consecuencia, las inversiones de las AFP representarían

<sup>56</sup> Incluye inmuebles, primas y otras inversiones.

<sup>57</sup> Ley del Mercado de Valores, Reglamento de Fondos de Inversión y reglamentos internos.

<sup>58</sup> Mediante el Decreto Legislativo N° 1 046, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 26 de junio de 2008, se excluyó del ámbito de supervisión de la Conasev a las sociedades administradoras de fondos de inversión que no tengan como fin administrar fondos de inversión colocados por oferta pública. Estas sociedades deberán difundir a los inversionistas que la gestión, información y los demás servicios prestados son de exclusiva responsabilidad de la sociedad gestora.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

aproximadamente el 42% del patrimonio con que cuentan los fondos de inversión públicos y privados.

## Principales Indicadores de los Fondos de Inversión colocados bajo Oferta Pública

Administradora	Fondo de Inversión	Participes	Patrimonio (S/. Mill.)	%
AC CAPITALES SAFI	Fondo de Inversión Multirenta Inmobiliaria	24	137	14,4%
GRUPO CORIL S.A.F.I.	Instrumentos de Corto y Mediano Plazo 1	7	32	3,3%
	Instrumentos de Corto y Mediano Plazo 2	9	25	2,6%
	Instrumentos de Corto Plazo 5	83	15	1,6%
	Instrumentos de Corto Plazo 7	76	13	1,4%
	Selectivo 01 ETF Soles	53	3,2	0,3%
COMPASS GROUP S.A.F.I.	Compass Group - Renta Fija - Fondo de Inv.	12	273	28,8%
	Compass Group - PYMES	11	191	20,1%
SIGMA SAFI	Leasing Operativo - LEASOP I	7	260	27,4%
<b>Total</b>		<b>282</b>	<b>950</b>	<b>100%</b>

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

Dependiendo de su objetivo, los fondos de inversión colocados en ofertas públicas destinan sus recursos a bienes raíces, instrumentos de corto plazo, instrumentos de renta fija, adquisición de acreencias a las pequeñas y medianas empresas que provean de bienes y servicios a empresas grandes, y la adquisición de bienes inmuebles con el propósito de arrendarlos (*leasing operativo*).

La inversión de los fondos de inversión privados se realiza en diversos sectores. Así, se cuenta con fondos vinculados a inversiones en infraestructura, como el de Infraestructura, Servicios Públicos y Recursos Naturales de AC Capitales, que tiene inversiones en generación y transmisión eléctrica, hidrocarburos, ferrocarriles, aerocomercial y saneamiento, y el Energético Americano de Larraín Vial, con inversiones en distribución eléctrica y proyectos hidroenergéticos. Otros fondos están relacionados con actividades agrícolas, servicios de exportaciones y hotelería, como el Fondo de Desarrollo Agropecuario y Forestal de AC Capitales y el Trasandino Perú de Access SEAF. Otro grupo de fondos está orientado al financiamiento de capital de trabajo e inversiones de mediano y largo plazo (incluyendo operaciones de arrendamiento financiero) de empresas pequeñas y medianas que no cotizan en bolsa. Finalmente, existe un fondo orientado al financiamiento de las operaciones de las mineras *junior*.



## III.5 Factores a considerar en el desarrollo del mercado de capitales

147. El desarrollo del mercado de capitales doméstico es de suma importancia por los efectos positivos que conlleva sobre la eficiencia del proceso de ahorro-inversión, el acceso a financiamiento de agentes con oportunidades de inversión, la aceleración de la tasa de crecimiento económico y la estabilidad financiera.

El mercado de capitales, si bien ha mostrado una significativa evolución en los últimos años, requiere de un conjunto de medidas que permitan consolidar su función de asignar y transferir recursos financieros de los agentes económicos superavitarios (inversionistas institucionales, personas naturales, inversionistas no residentes, entre otros) hacia agentes con necesidades de financiación (empresas no financieras, entidades financieras, sector público, entre otros), de una manera eficiente y transparente. A continuación, se identifican algunos aspectos a perfeccionar dentro del mercado de capitales.

148. **Incorporación de nuevos emisores al mercado de valores y una mayor difusión de las ventajas de financiarse a través del mercado de capitales.**

Es conveniente una mayor difusión en las empresas grandes y medianas acerca de las ventajas de obtener financiamiento a través del mercado de capitales, así como de los requisitos que deben cumplir para ello. La emisión de instrumentos representativos de deuda o de capital permitiría a estas empresas reducir sus gastos financieros, acceder a financiamiento de largo plazo y diversificar sus fuentes de fondeo.

Desde el 2004, se han incorporado 31 nuevos emisores al mercado de renta fija privada. Un mayor dinamismo en este mercado requeriría que las empresas realicen una evaluación de sus estándares de información y de Gobierno Corporativo.

149. **Fortalecimiento de la infraestructura financiera legal.** El desarrollo del mercado de capitales requiere de un marco legal que asegure el respeto a los derechos de propiedad, permita la ejecución de los contratos en caso de incumplimiento, brinde mecanismos ágiles de resolución de conflictos y garantice un equilibrio entre los derechos de los deudores y de los acreedores.

150. **Desarrollo del mercado de coberturas,** que permita a las empresas un mejor manejo de los riesgos financieros a los que están expuestas y así suavizar los efectos de las fluctuaciones cambiarias y financieras (tales como las derivadas por variaciones en el tipo de cambio o en las tasas de interés).

El mercado de coberturas se centra actualmente en *forwards* de tipo de cambio, siendo menos empleados los *swaps* de tipo de cambio y los *forwards* y *swaps* de tasas de interés. Sin embargo, se observa un mayor interés de las principales entidades bancarias en brindar a sus clientes corporativos y a los inversionistas nuevos instrumentos derivados tales como: opciones de compra y venta de monedas, derivados sobre oro y *commodities*, y opciones sobre índices bursátiles y acciones extranjeras.

La SBS ha publicado un proyecto de modificación de normas reglamentarias del Sistema Privado de Pensiones, en el que reglamenta la forma en que la

inversión de las AFP en instrumentos derivados puede darse y precisa su tratamiento contable<sup>59</sup>. Estas modificaciones permitirán a las AFP invertir en instrumentos derivados, obteniéndose una mejor diversificación del fondo de pensiones (incremento de la frontera eficiente de inversión) y una mejor administración de los riesgos de inversión del portafolio<sup>60</sup>.

Otra de las medidas planteadas para el desarrollo del mercado de coberturas es la elaboración de un reglamento de derivados de crédito que permita a las empresas del sistema financiero y a las compañías seguros cubrir el riesgo de crédito de sus portafolios de créditos e inversiones<sup>61</sup>.

151. **Desarrollar una curva de rendimiento de corto plazo hasta un año**, a través de la cual se tenga un mecanismo para establecer el precio de los derivados, con referencias que se ajusten a cotizaciones reales<sup>62</sup>. Esta curva de rendimiento complementaría a la curva de rendimiento de largo plazo, conformada por bonos soberanos con plazos de vencimientos de 1 año hasta 30 años.
152. **Mayores emisiones de instrumentos hipotecarios**. La existencia de una curva de rendimiento de largo plazo constituye un referente para la formación de tasas de interés de los instrumentos de deuda del sector privado. Las instituciones financieras no están aprovechando en su totalidad la posibilidad de acceder a un financiamiento de largo plazo para sus colocaciones hipotecarias, a través de la emisión de bonos hipotecarios o titulaciones de cartera hipotecaria<sup>63</sup>. No obstante ello, se espera un mayor esfuerzo por titularizar cartera hipotecaria dada la creación de sociedades tituladoras especializadas y de las empresas administradoras hipotecarias.
153. **Definición del marco tributario aplicable al mercado de capitales**. Los aspectos tributarios que están pendientes de reglamentarse generan incertidumbre entre los inversionistas.

Entre los aspectos pendientes de reglamentación, se encuentra la exoneración del impuesto a la renta por los intereses generados por instrumentos de deuda emitidos por el sector privado mediante oferta pública y

<sup>59</sup> La SBS publicó en su portal de Internet el proyecto de modificación del Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, referido a Inversiones, el cual entrará en vigencia a partir del 1 de diciembre de 2008.

<sup>60</sup> Si bien las AFP ya están autorizadas a invertir en instrumentos derivados, en la práctica esa inversión no se ha dado debido a que no se había reglamentado el tratamiento contable.

<sup>61</sup> Los derivados de crédito son un instrumento financiero cuyos pagos dependen de la calidad crediticia del emisor de un activo de referencia. Este instrumento permite a una parte, denominada transferente del riesgo, transferir el riesgo crediticio de un activo de referencia a otra parte, denominada aceptante del riesgo, sin que se requiera la venta del activo.

<sup>62</sup> A partir del 1 de julio de 2008, la Asociación de Bancos del Perú redefinió la tasa de interés de referencia LIMABOR como las tasas de interés interbancarias a las cuales los bancos están dispuestos a tomar y prestar fondos (anteriormente la tasa LIMABOR estaba en función a la tasa cobrada a los clientes con mayor calificación crediticia). Esta redefinición de la LIMABOR podría incrementar la aceptación de la misma en el mercado y darle las propiedades adecuadas para que sea empleada como la tasa de interés variable de referencia de corto plazo (hasta 1 año) en nuevos soles.

<sup>63</sup> La titulización de los créditos hipotecarios promoverá la estandarización y las mejores prácticas en el mercado hipotecario primario. Además, contribuirá a mejorar el manejo del riesgo al permitir un mejor calce de los plazos y monedas.

la exoneración del impuesto a la renta a las ganancias de capital. En ambos casos, las exoneraciones culminan el 31 de diciembre de 2008. Ello genera incertidumbre respecto a la forma en que este impuesto sería aplicado y calculado.

Cabe notar que el nuevo régimen implica la aplicación del impuesto a la renta a los ingresos por intereses generados por valores mobiliarios emitidos por el sector privado, lo que contrasta con la inafectación de este impuesto para los intereses generados por títulos del sector público<sup>64</sup>.

La forma de aplicar el impuesto a la renta al fideicomiso de titulización puede afectar al proceso de titulización. Se utiliza el criterio de devengado, es decir, en el período en el que se generó la renta a pesar de que ésta no se haya recibido; ello puede generar una distorsión al no considerar que al final de la maduración de la inversión, ésta puede terminar con pérdidas.

### 154. **Valorización del portafolio de los inversionistas institucionales.**

La poca liquidez del mercado de capitales impide una valorización diaria a precios de mercado de los portafolios de los inversionistas institucionales. Dadas las limitaciones para utilizar cotizaciones vigentes de mercado, no se cuenta con una valorización uniforme del portafolio de los inversionistas institucionales (ver Recuadro: Valorización de Instrumentos de Renta Fija).

La creación de las empresas proveedoras de precios<sup>65</sup> sentaría las bases para homogenizar los criterios de valorización de la industria de fondos mutuos. Estas empresas ofrecerán el servicio de cálculo y determinación de precios y/o tasas para la valorización de los instrumentos financieros en los que invierten las sociedades administradoras de fondos mutuos y demás entidades que se determinen mediante Decreto Supremo refrendado por el Ministro de Economía y Finanzas. La CONASEV establecerá los requisitos y exigencias mínimas que deben cumplir estas empresas proveedoras de precios y autorizará su funcionamiento<sup>66</sup>.

### 155. **Incorporación de nuevas empresas, en las cuales las AFP puedan efectuar inversiones de renta variable.**

El portafolio de acciones de las AFP presenta una elevada concentración debido a que, en los últimos años, no se han ampliado las posibilidades de inversión en renta variable local. El proyecto de modificación de normas

<sup>64</sup> El Decreto Legislativo N° 972 establece que se encontrarán inafectos los intereses y ganancias de capital provenientes de bonos emitidos por el Estado Peruano, ya sea en el marco del Decreto Supremo No. 007-2002-EF, bajo el Programa de Creadores de Mercado o el mecanismo que lo sustituya o en el mercado internacional a partir del año 2002; así como los intereses y ganancias de capital provenientes de CDBCRP, utilizados con fines de regulación monetaria.

<sup>65</sup> Decreto Legislativo N° 1 061, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 28 de junio de 2008, que modifica diversos artículos de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861

<sup>66</sup> Estas empresas se encuentran actualmente operando en países de la región, tales como México y Chile.



## REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junio de 2008

---

reglamentarias del Sistema Privado de Pensiones, publicado por la SBS, flexibiliza también los parámetros exigidos para la inversión en acciones<sup>67</sup>.

La presencia de las AFP como accionistas puede tener importantes consecuencias en el desarrollo de las empresas al impulsar los Principios del Buen Gobierno Corporativo y al ejercer un rol vigilante sobre el desempeño de los accionistas controladores de la empresa y de la gerencia, a través de su participación (de forma minoritaria) en el Directorio. Con ello, se beneficiarían los accionistas minoritarios, ya que contarían con el respaldo de las AFP para asegurar un transparente y correcto desenvolvimiento de los negocios de la empresa.

---

<sup>67</sup> Se permitiría la inversión en acciones de empresas cuya capitalización de mercado de las acciones disponibles para negociación (*float*) tenga un valor mínimo de US\$ 40 millones y que cuenten con información financiera auditada de al menos un año. La norma aún vigente establece condiciones mínimas de volumen negociado de la acción y de antigüedad mínima de tres años de operación, entre otros.