



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2012

90

ANIVERSARIO
1922 - 2012



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2012

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

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Mayo 2012

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2012

CONTENIDO

	Pág.
PREFACIO	5
RESUMEN	6
I. SITUACIÓN DE DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO	9
I.1 Hogares	9
I.2 Empresas	23
II. MERCADOS FINANCIEROS	37
II.1 Sistema Financiero	37
II.2 Mercado de Dinero y Cambiario	51
II.3 Mercado de Capitales	54
III. SISTEMAS DE PAGOS	73
IV. ANÁLISIS DE RIESGOS	79
MARCO LEGAL	97
GLOSARIO	99

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1: Estimación de los Indicadores de Endeudamiento de los Hogares ...	16
Recuadro 2: Condiciones Crediticias en el Mercado de Créditos Hipotecarios ...	20
Recuadro 3: ¿Se ha reducido la exposición de las empresas al efecto hoja de balance?	33
Recuadro 4: Indicadores Comparativos de Inclusión Financiera	38
Recuadro 5: Basilea II-5 y los Efectos de su Implementación en los Países Emergentes	49
Recuadro 6: Evaluación de potenciales nuevos emisores en el mercado de capitales	61
Recuadro 7: Capital mínimo de los bancos de inversión	70
Recuadro 8: Pagos móviles e inclusión financiera	78
Recuadro 9: Lecciones de la Reestructuración de las Cajas de Ahorro de España	89
Recuadro 10: Atributos Claves en Regímenes de Resolución de Entidades Financieras	94

PREFACIO¹

Desde 2007, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) viene publicando el Reporte de Estabilidad Financiera (REF) con la finalidad de identificar riesgos en la provisión sostenida de financiamiento y de medios de pagos.

Los choques financieros pueden reducir la efectividad de la política monetaria, en tanto alteren los canales que vinculan las variables financieras con las variables reales y, eventualmente, con la inflación. Esto haría que el impacto de las medidas del BCRP sea menos predecible. En consecuencia, es de vital importancia la evaluación de riesgos en los mercados financieros para considerar medidas preventivas de contención en los ámbitos monetario y financiero.

Este documento se concluyó el 4 de mayo de 2012 con información financiera al cierre de marzo del mismo año. El siguiente número se difundirá en noviembre de 2012 con cifras a setiembre del mismo año.

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





RESUMEN

- i. Los indicadores de endeudamiento de los hogares se redujeron ligeramente en el semestre setiembre de 2011 – marzo de 2012, aunque la carga financiera (cuota / ingreso) estimada de los hogares aún es elevada (alrededor de 40%).** Sin embargo, este indicador se mantiene, en promedio, en niveles inferiores a los que indicarían un sobreendeudamiento (50%).

Las altas tasas de crecimiento anual que han venido registrando los créditos de consumo e hipotecario se han estabilizado en el último semestre alrededor de 20% y 26%, respectivamente. No obstante ello, las entidades financieras han incrementado la línea autorizada promedio por tarjeta de crédito de consumo, por lo que es necesario monitorear permanentemente este segmento.

Por otro lado, si bien la dolarización de la deuda por créditos de consumo en el semestre se mantuvo en un nivel relativamente bajo, a excepción de los créditos vehiculares, la dolarización del saldo de la deuda por créditos hipotecarios es aún elevada.

- ii. Los indicadores financieros de las empresas corporativas continuaron presentado una elevada solidez financiera por un desempeño favorable del consumo privado.** Las expectativas empresariales continúan mejorando desde 2011, las cuales, junto a un costo financiero atractivo dado el contexto de bajas tasas de interés y de amplia disponibilidad de fondos de las entidades financieras e inversionistas institucionales, han favorecido los proyectos de inversión por parte de las empresas corporativas con miras a ampliar sus operaciones.
- iii. Los principales indicadores del sistema financiero se mantienen en niveles consistentes con un entorno de estabilidad financiera.** Sin embargo, la rentabilidad de algunas entidades no bancarias presenta una evolución negativa, por lo que es necesario que estas entidades tomen medidas para menguar las pérdidas y no comprometer la estabilidad de los sectores en los que operan, principalmente microempresa y consumo.
- iv. Los fondos líquidos del sistema financiero en el BCRP aumentaron debido, principalmente, a la disminución de sus posiciones en moneda extranjera.** En ese escenario, el BCRP realizó un mayor número de operaciones de retiro e inyección de fondos. Por otro lado, la curva de rendimiento de los CD BCRP disminuyó desde setiembre de 2011 y tuvo una pendiente negativa en dicho período, asociado a perspectivas de mayor estímulo monetario ante los efectos de la crisis financiera internacional.

- v. **El mercado bursátil mostró una recuperación en el primer trimestre de 2012, luego de las pérdidas experimentadas en 2011.** Cabe destacar que las empresas buscaron obtener financiamiento directo de largo plazo a través de ofertas públicas primarias de acciones y aumentos de capital vía suscripción de nuevas acciones.

La reducción de las tasas de rendimiento de los bonos soberanos y una mayor participación de los inversionistas no residentes fue lo más resaltante en el mercado de deuda pública.

- vi. **Los Sistemas de Pagos registraron un crecimiento de las transferencias en valor y en volumen.** El crecimiento en el volumen de las transacciones refleja una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte del público, principalmente de las transferencias de crédito procesadas por la Cámara de Compensación Electrónica (CCE) y por una mayor utilización del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR).

- vii. **En el entorno económico internacional persisten factores de incertidumbre acerca del ritmo de crecimiento de los EE.UU., la crisis de deuda de la Zona Euro y la evolución de la economía de China.** En un escenario de deterioro de la economía mundial, caracterizado por una reducción en los términos de intercambio y una menor demanda mundial por nuestras exportaciones, se podría originar una desaceleración del nivel de crecimiento de nuestra economía. Asimismo, un deterioro de la percepción de riesgo en países emergentes como el Perú podría generar una salida de capitales e incrementar la volatilidad de los precios de nuestros activos financieros, afectando negativamente los portafolios de los inversionistas institucionales.

- viii. **El mercado de créditos hipotecarios sigue experimentado un importante dinamismo.** Un relajamiento de las condiciones crediticias podría brindar señales de alerta temprana de un probable incremento futuro de la morosidad en el pago de estos créditos, por lo que es necesario que las instituciones mantengan estándares estrictos para otorgar créditos hipotecarios, con la finalidad de seguir manteniendo la estabilidad financiera, en caso el ciclo económico se revierta.

- ix. **Los instrumentos de deuda pública del gobierno se encuentran concentrados en los inversionistas no residentes, básicamente de corto plazo.** El riesgo asociado a la elevada participación de estos inversionistas en nuestro mercado financiero es que estos inversionistas podrían generar entradas y salidas intempestivas de capital que afecten las expectativas cambiarias y la estabilidad de nuestros mercados financieros por el alto nivel de dolarización financiera.

- x. **El mercado de capitales puede contribuir al desarrollo de proyectos de infraestructura pública a través del financiamiento de los mismos.** La principal





limitante para que los inversionistas institucionales financien el desarrollo de proyectos de infraestructura, a través de Asociaciones Público Privadas (APP) o concesiones, es el extenso plazo en la estructuración de los proyectos y en la entrega de las concesiones y no tanto la ausencia o la oferta limitada de dichos proyectos.

Para reforzar el desarrollo del mercado de capitales, se requiere la emisión de mayores valores mobiliarios, el surgimiento de nuevos emisores y la flexibilización de la regulación de las inversiones de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP). La amplia liquidez con que cuentan los fondos mutuos sugiere que estos inversionistas institucionales no están encontrando suficientes instrumentos de deuda en el mercado. Un gran avance en la flexibilización del proceso de emisión de deuda ha sido la creación del procedimiento de inscripción automática de instrumentos de corto plazo (sistema *e-prospectus*) y su posterior extensión a bonos corporativos. Asimismo, se debe considerar que la eliminación del requerimiento de autorización previa para cada instrumento financiero en el que las AFP pueden invertir permitiría una mayor diversificación de sus portafolios de inversión por instrumentos y emisores.

I. SITUACIÓN DE DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO

I.1 Hogares

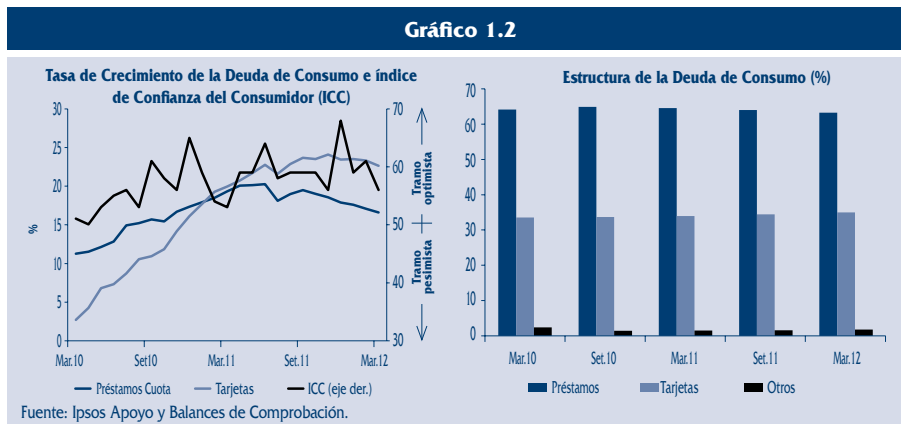
1. **La tasa de crecimiento anual (últimos 12 meses) de la deuda por créditos de consumo e hipotecarios se ha reducido ligeramente entre setiembre de 2011 y marzo de 2012, de 21,2% a 19,6% en consumo y de 27,9% a 25,7% en hipotecario.** En los créditos de consumo, esta tasa de crecimiento anual fue inferior a la registrada en el periodo de agudización de la crisis financiera internacional (30,5% en setiembre de 2008). En contraste, la tasa de crecimiento anual de los créditos hipotecarios fue superior a la observada en dicho periodo de crisis (24,9%).



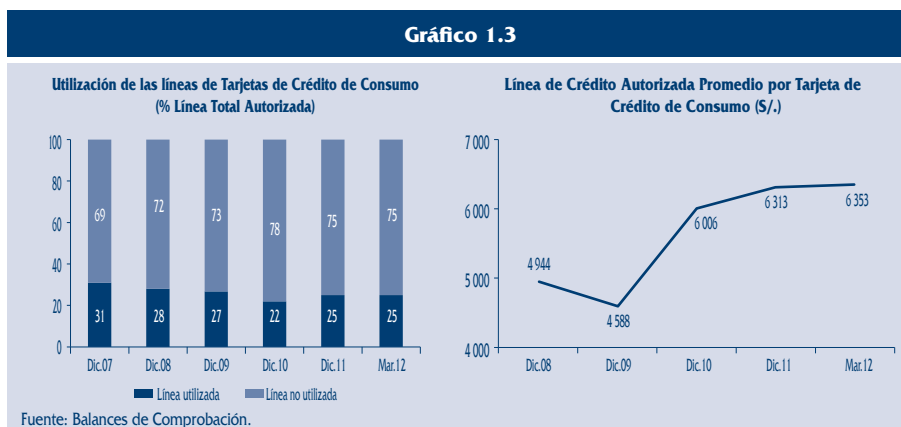
2. **El menor ritmo de crecimiento de los créditos de consumo en el semestre está acorde con la reducción del Índice de Confianza del Consumidor (de 59 a 56), elaborado por Ipsos Apoyo.** Por tipo de operación, se observó que los préstamos cuota² (que representan el 63% del total de la deuda de consumo) crecieron a una tasa anual menor a la registrada el semestre anterior; mientras que en las tarjetas de crédito ocurrió lo contrario.

2 Créditos otorgados a personas naturales mediante la suscripción de un contrato y que se amortizan en cuotas periódicas o con vencimiento único. La finalidad de estos créditos es atender pagos de bienes, servicios y gastos no relacionados con una actividad empresarial.





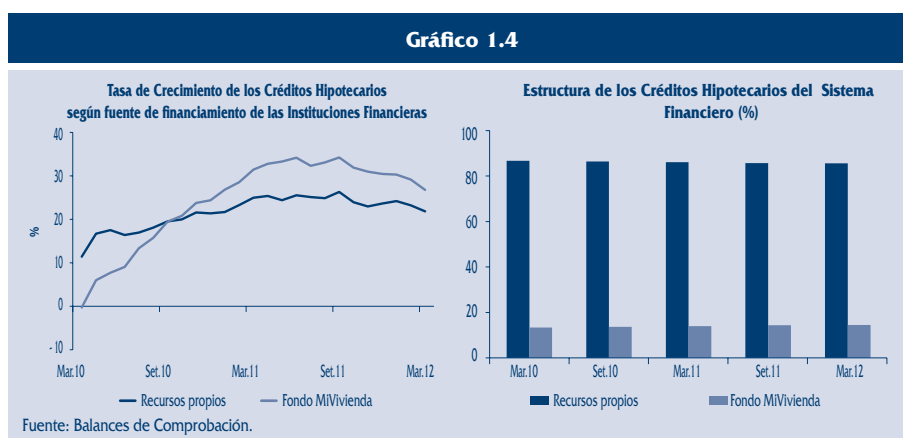
El porcentaje de utilización de la línea de crédito autorizada o aprobada en las tarjetas de crédito mantuvo una tendencia decreciente entre diciembre de 2007 y de 2010 (de 31% a 22%); aunque dicha tendencia se revirtió en 2011 (subió a 25% en diciembre de 2011, proporción que se mantuvo en marzo de 2012).



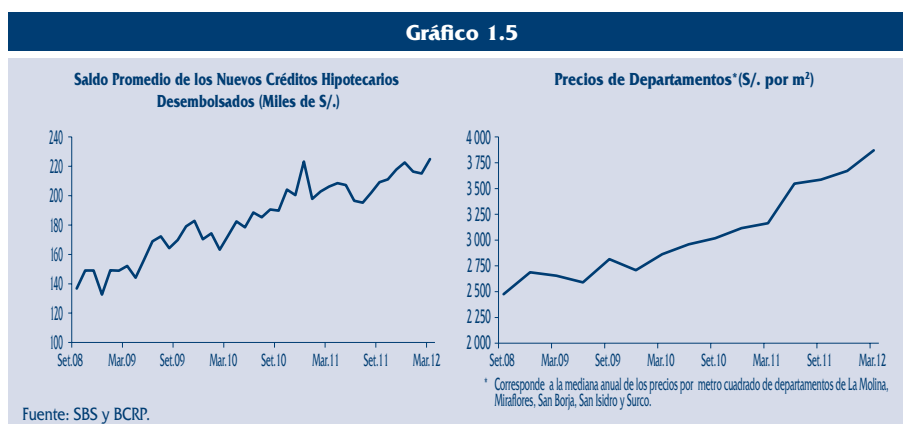
3. Las instituciones financieras del país han incrementado la línea autorizada promedio por tarjeta de crédito. Este incremento, de S/. 4 588 en diciembre de 2009 a S/. 6 353 en marzo de 2012, se ha producido una vez superada la crisis financiera internacional. En ese sentido, es necesario observar permanentemente al segmento de clientes con tarjeta de crédito, dado que esas personas siempre tienen la opción de consumir de forma imprevista su línea de crédito no utilizada.

Cabe mencionar que, durante la agudización de la crisis financiera internacional subprime, las instituciones financieras en el país (en especial, las especializadas en créditos minoristas) adoptaron una actitud más cauta, implementando medidas preventivas con los clientes de alto endeudamiento de tarjetas de crédito, tales como el recorte de las líneas de crédito y de la disposición de efectivo, o la cancelación definitiva de la tarjeta. Ello se reflejó en una reducción de la línea de crédito autorizada promedio por tarjeta, de S/. 4 944 en diciembre de 2008 a S/. 4 588 en diciembre de 2009.

4. La tasa de crecimiento anual de la deuda por créditos hipotecarios de los hogares registró una ligera reducción en el último semestre, tanto los otorgados con recursos propios de las instituciones financieras como los otorgados con recursos del Fondo MIVivienda³. La estructura de este tipo de deuda se mantuvo relativamente estable; siendo el financiamiento con recursos propios de las instituciones financieras el que alcanza una mayor participación (85,5% del total de créditos hipotecarios).



Cabe mencionar que, entre el tercer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2012, la mediana de los precios por metro cuadrado de departamentos ubicados en los distritos de La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Surco se incrementó (de S/. 2 470 a S/. 3 875)⁴. Asimismo, en línea con la tendencia al alza en los precios de las viviendas, el saldo promedio (por crédito desembolsado) de los nuevos créditos hipotecarios desembolsados mensualmente se ha incrementado, de alrededor de S/. 136 mil en setiembre de 2008 a S/. 225 mil en marzo de 2012.



3 Cabe mencionar que Apoyo Consultoría estima que la venta de viviendas crecerá entre 15% y 20% en 2012, tasa inferior a la observada en 2011 (40%).
 4 Ver Indicador de Precios de Venta de Departamentos, en <http://www.bcrp.gob.pe/estadísticas.html>.



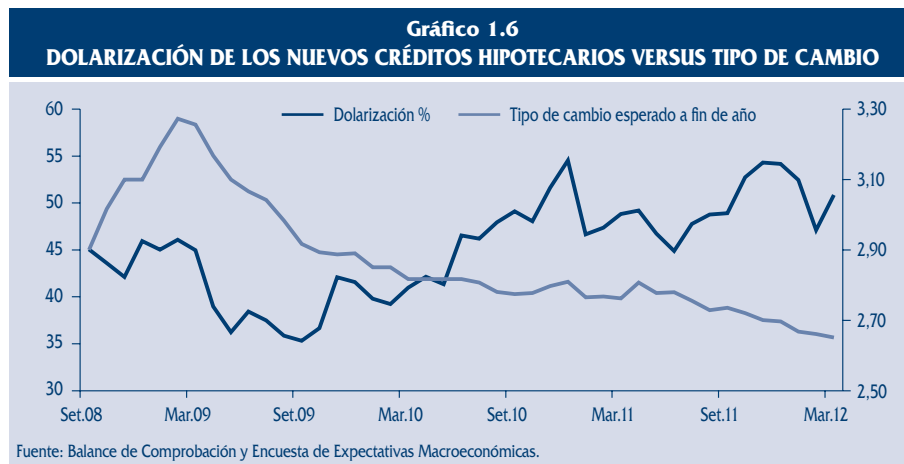


5. Por monedas y en los últimos doce meses, se observó un mayor crecimiento de los créditos otorgados en moneda nacional respecto a los de moneda extranjera, reflejando la mayor preferencia de los hogares a endeudarse en nuevos soles. Sin embargo, en el semestre setiembre 2011 – marzo 2012 ocurrió lo contrario, por lo que el grado de dolarización de la deuda total de los hogares en el sistema financiero subió levemente, de 24,5% a 24,8%.

Cuadro 1.1 CRÉDITO A LOS HOGARES (En millones de S/.)						
	Mar.10	Mar.11	Set.11	Mar.12	Mar.12 / Mar.11	
					Flujo	Var. %
Total	35 110	42 782	47 392	52 179	9 397	22,0
% dolarización	26,3%	24,9%	24,5%	24,8%		
Consumo	21 998	26 121	28 673	31 231	5 110	19,6
% dolarización	9,7%	8,7%	8,6%	8,6%		
Hipotecario	13 112	16 661	18 719	20 948	4 287	25,7
% dolarización	54,0%	50,3%	49,0%	48,9%		
En Moneda Nacional	25 886	32 127	35 774	39 263	7 136	22,2
Consumo	19 854	23 839	26 220	28 556	4 717	19,8
Hipotecario	6 032	8 288	9 554	10 706	2 419	29,2
En Moneda Extranjera 2/	9 225	10 655	11 618	12 916	2 261	21,2
Consumo	2 144	2 281	2 453	2 674	393	17,2
Hipotecario	7 080	8 373	9 165	10 241	1 868	22,3

1/ Incluyen los créditos de consumo del Banco de la Nación.
2/ Saldos estimados con tipo de cambio de marzo de 2012.
Fuente: Balances de Comprobación.

La dolarización de la deuda por créditos de consumo en el semestre se mantuvo, en promedio, en un nivel relativamente bajo (8,6%), excepto en los créditos vehiculares que registran un nivel de dolarización más elevado (70%). Por otro lado, la dolarización del saldo de la deuda por créditos hipotecarios es elevada, aunque en el semestre se mantuvo prácticamente estable (de 49% a 48,9%).

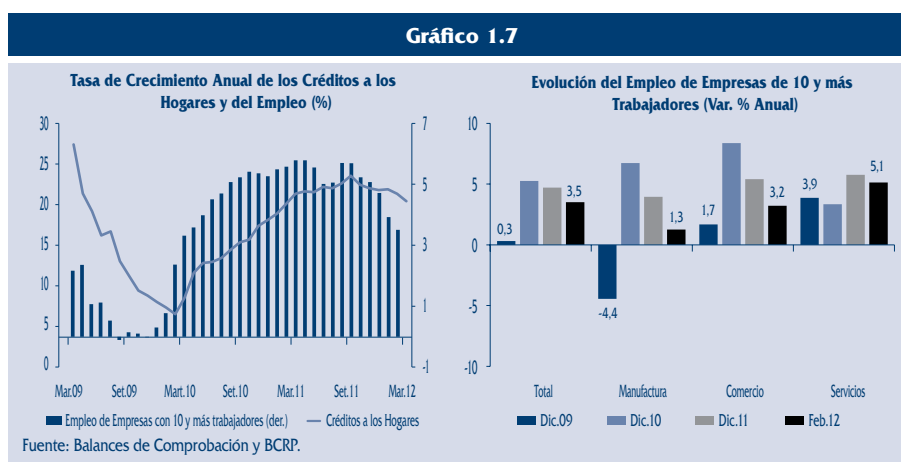


6. Por otro lado, se observó una correlación negativa entre la dolarización de los nuevos desembolsos de créditos hipotecarios y las expectativas de apreciación del tipo de cambio. Así, cuando las familias esperan una depreciación del Nuevo Sol con respecto al dólar, éstas prefieren solicitar créditos en moneda nacional (como ocurrió a partir de setiembre de 2008 hasta mediados de 2009, con la agudización de la crisis financiera internacional); pues, de lo contrario, pagarían una mayor cuota por sus créditos en dólares (en términos de nuevos soles).

Por el contrario, cuando esperan una apreciación del Nuevo Sol, las familias prefirieron endeudarse en dólares, pues su cuota representaría un menor valor, en términos de nuevos soles. Esto último viene ocurriendo desde fines de 2009, ante las expectativas a la baja del tipo de cambio.

Sin embargo, es recomendable que las familias mantengan sus deudas en la misma moneda en que perciben sus ingresos, para evitar exponerse al riesgo cambiario. De este modo, las familias deberían solicitar créditos en moneda nacional pues la mayoría percibe su ingreso en dicha moneda, teniendo en cuenta que la incertidumbre internacional aún subsiste y que podrían ocurrir reversiones inesperadas en la tendencia del tipo de cambio.

7. En el último semestre, se mantuvo la relación directa entre las tasas de crecimiento del empleo y del nivel de deuda de los hogares. Las tasas de crecimiento de ambas variables fueron ligeramente inferiores a las registradas durante la agudización de la crisis financiera internacional en setiembre de 2008 (7,4%, en empleo; y 26,2%, en crédito a los hogares). Asimismo, se observó un menor crecimiento del empleo por sectores, aunque a tasas superiores a las observadas hacia fines de 2009.



8. A marzo de 2012, el número de personas que tienen únicamente deuda de consumo representó la mayor parte de los deudores en el segmento de





hogares (95,4%); aunque el monto de su deuda alcanzó el 54,5% de la deuda total de este segmento. Por su parte, las personas que cuentan únicamente con deuda hipotecaria representan tan solo el 1,5% de los deudores, pero su deuda representa el 10,6% de la deuda total de los hogares⁵.

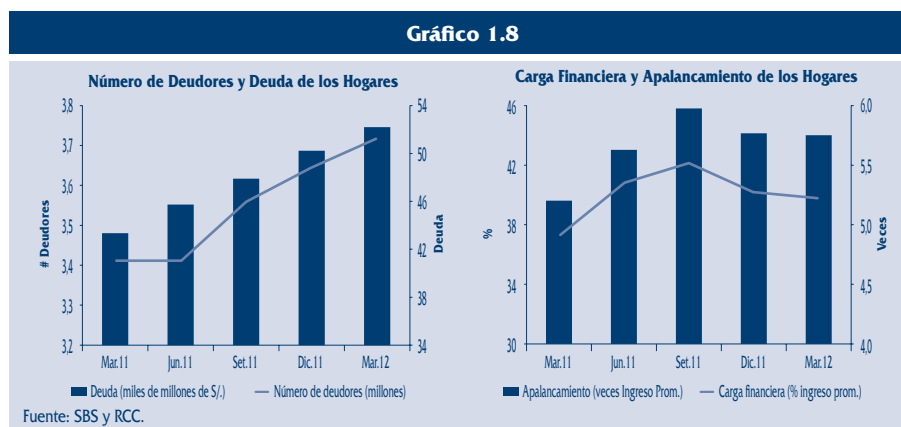
Es importante señalar que, si bien el número de personas que tiene tanto créditos de consumo como hipotecarios representa el 3,1% del total de deudores del segmento de hogares; ellos concentran el 34,9% de la deuda total de los hogares y su deuda promedio alcanza los S/. 157 417.

Cuadro 1.2 CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE LOS HOGARES A MARZO 2012				
	Sólo Hipotecario	Sólo Consumo	Consumo e Hipotecario	Total Hogares
Número de deudores	55 965	3 545 877	115 640	3 717 482
Saldo Deuda (millones de S/.)	5 529	28 456	18 204	52 189
Deuda Promedio (S/.)	98 798	8 025	157 417	14 039
Cartera Morosa (% deuda)	2,3	4,1	1,2	2,9
Cartera de Alto Riesgo (% deuda)	3,8	8,2	2,9	5,9

Fuente: RCC.

Asimismo, los deudores que tienen únicamente créditos de consumo son los que presentan la mayor cartera de alto riesgo o CAR⁶ (8,2%); mientras que aquellos deudores que tienen tanto deuda de consumo como hipotecaria registran la menor CAR (2,9%).

9. En el semestre, se observó un mayor número de deudores del sector hogares, acorde con el mayor monto de su deuda. Asimismo, los indicadores de endeudamiento de los hogares se mantuvieron estables.



5 Ello se debe a que la deuda promedio de los deudores que sólo tienen créditos de consumo es menor que la de los que tienen únicamente créditos hipotecarios (S/. 8 025 versus S/. 98 798).
 6 La cartera de alto riesgo agrega los créditos de los deudores con clasificación de riesgo deficiente, dudoso y pérdida.

Los niveles de carga financiera (cuota promedio / ingreso promedio) y apalancamiento (deuda promedio / ingreso promedio) reflejan la capacidad del deudor para pagar el crédito hasta su vencimiento y la capacidad de endeudamiento total que tiene la persona, respectivamente. Para estimar ambos indicadores, se ha construido una variable proxy del ingreso promedio de las personas, utilizando para ello la información de los aportes al Sistema Privado de Pensiones⁷ (ver Recuadro 1).

En ese sentido, a marzo de 2012 y en promedio, el nivel de apalancamiento (5,8 veces) así como la carga financiera (39,8%)⁸ de los hogares registran niveles ligeramente inferiores a los de setiembre de 2011 (alrededor de 6 veces y 42,1%, respectivamente).

Un hogar se puede considerar sobreendeudado si la suma de su carga financiera por la deuda no garantizada (de consumo) y garantizada (hipotecaria) supera el 50% de los ingresos brutos mensuales del hogar⁹. De este modo, se observa que, en promedio, el nivel de carga financiera es inferior al límite a partir del cual se considera sobreendeudado; sin embargo, es importante seguir monitoreando el endeudamiento de los hogares, evaluándolo además a nivel microeconómico, debido a que pueden existir deudores que presenten un sobreendeudamiento.

Por su parte, al ser este análisis a nivel del deudor (individual) y no del hogar (familiar), se espera que en los hogares en que más de una persona genera ingresos, en promedio, la carga financiera sea menor¹⁰.

Cabe destacar que ambos indicadores son muy sensibles a choques (positivos o negativos) que afecten el ingreso de las personas. Por ejemplo, una mejora en el ingreso permite un monto de carga financiera mensual mayor así como amplifica la capacidad de endeudamiento total de la persona, manteniendo el mismo porcentaje de carga financiera y el mismo ratio de apalancamiento.

-
- 7 Este cálculo corresponde al ingreso de las personas que tienen un empleo adecuado, los que a su vez, tienen un mayor acceso al mercado crediticio.
- 8 Cabe mencionar que, para el cálculo de la cuota promedio mensual, se asume que los plazos de los créditos de consumo e hipotecarios son de 3 años y 20 años, respectivamente. Siendo más rigurosos con este supuesto, si se asumieran plazos de 2 años y 15 años, respectivamente, la carga financiera ascendería a 46,7%.
- 9 Ver Kempson, Elaine. "Over-indebtedness in Britain. A report to the Department of Trade and Industry". Centro de Finanzas Personales de la Universidad de Bristol, 2002.
- 10 Según el informe "Niveles Socioeconómicos de Lima Metropolitana 2011" elaborado por Ipsos APOYO, los hogares están constituidos, en promedio, por 4 personas. Asimismo, sólo 1,5 personas, en promedio, contribuyen económicamente al hogar; y en el 59% de los hogares, solo un miembro del hogar contribuye regularmente.





RECUADRO 1: ESTIMACIÓN DE LOS INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

La importancia de monitorear el nivel de endeudamiento de los hogares se debe a que éstos concentran más de la tercera parte (34%, a diciembre de 2011) de los créditos otorgados por el sistema financiero, lo que representa alrededor de 10% del PBI. Ello conlleva un potencial riesgo para la estabilidad del sistema financiero, en caso se deteriorara la solvencia y la capacidad de pago de los hogares en un escenario de desaceleración económica y crisis sistémica.

Si bien un incremento en la deuda de los hogares puede reflejar una mayor profundización e inclusión financiera, un excesivo aumento hace que las familias sean más vulnerables al ciclo económico, en la medida que el mayor endeudamiento sea asumido por los mismos deudores. En ese sentido, es importante estimar indicadores que permitan monitorear el nivel de endeudamiento de los hogares. Entre estos indicadores, destacan el de carga financiera (cuota promedio / ingreso promedio) y el de apalancamiento (deuda promedio / ingreso promedio).

La metodología a seguir así como las variables y las fuentes de información utilizadas para estimar estos indicadores se detallan a continuación:

1. La **Deuda Promedio** se obtiene a partir del Número de Deudores y del Saldo de Deuda Total por créditos de consumo y por créditos hipotecarios de las personas naturales. Se distinguen 3 grupos excluyentes de deudores: i) los que sólo tienen créditos de consumo; ii) los que sólo tienen créditos hipotecarios; y, iii) los que tienen ambos tipos de crédito. La suma constituye el total de deudores del sector hogares. La fuente de esta información es el Reporte Crediticio Consolidado (RCC).
2. La **Cuota Promedio** (mensual) se calcula a partir de las siguientes variables:
 - Tasas de interés implícitas, estimadas a partir de los estados financieros de las instituciones financieras. Se calculan para cada tipo de crédito (consumo e hipotecario), dividiendo los ingresos financieros por intereses (anualizados) entre el saldo de crédito (promedio de los últimos 12 meses).
 - Plazo promedio: se asume 3 años para créditos de consumo; y, 20 años, para hipotecarios.
 - La deuda promedio por deudor.
3. El **Ingreso Promedio** (mensual), que puede ser individual o familiar.

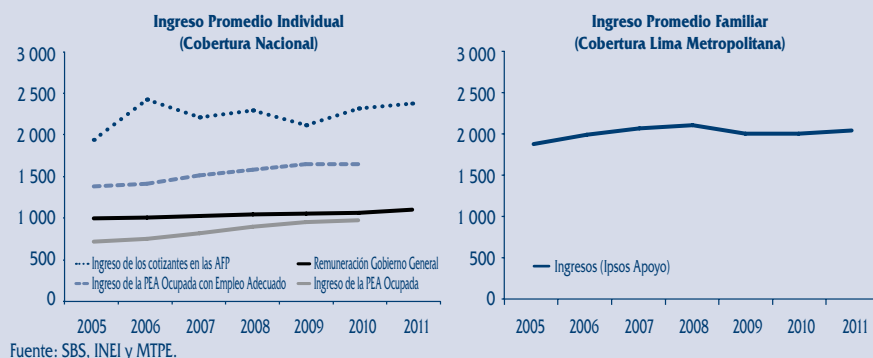
En este REF, al igual que en el de noviembre de 2011, el ingreso utilizado en los indicadores de endeudamiento fue estimado a partir del total de aportes que las personas afiliadas al Sistema Privado de Pensiones (cotizantes) realizan periódicamente a las AFP, así como del número de cotizantes que realizan los aportes a las AFP. La fuente de esta información es el portal Web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

Dado que, en Perú, los aportes a las AFP equivalen al 10% del ingreso bruto mensual del afiliado; a partir de los aportes totales se puede obtener los ingresos brutos totales de los cotizantes a nivel nacional. Para obtener el ingreso bruto promedio mensual por individuo, se divide los ingresos brutos totales entre el número de cotizantes.

Otras alternativas para medir el ingreso individual, que provienen de fuentes públicamente disponibles, con cobertura nacional y que cuentan con información relativamente completa y actualizada¹¹, son: i) el ingreso de la PEA Ocupada; ii) el ingreso de la PEA Ocupada con Empleo Adecuado; y, iii) la remuneración de los trabajadores del Gobierno General. Las tres variables se publican en términos per cápita (por individuo): las dos primeras se obtienen del portal Web del Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE); mientras que la última se obtiene del portal Web del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI).

Por su parte, también se encuentra disponible la información del ingreso que Ipsos APOYO recoge a través de encuestas y que se reporta en su último informe “Niveles Socioeconómicos de Lima Metropolitana 2011”. A diferencia de las fuentes de ingreso señaladas anteriormente, que son de carácter individual y tienen una cobertura nacional, el ingreso que provee Ipsos APOYO es de carácter familiar y con cobertura sólo a nivel de Lima Metropolitana.

En el siguiente gráfico se presentan estos indicadores de ingreso. Se observa que la remuneración promedio de los trabajadores del Gobierno General es la más baja. Por su parte, como es de esperarse, el ingreso per cápita de la PEA Ocupada con Empleo Adecuado es mayor que el de la PEA Ocupada Total, debido a que esta última incluye los ingresos de las personas subempleadas.



Cabe mencionar que el ingreso individual promedio de los cotizantes en las AFP es mayor que el ingreso de la PEA Ocupada con Empleo Adecuado, debido a que los cotizantes se ubicarían en los percentiles de la PEA Ocupada con Empleo Adecuado que cuenta con los mayores niveles de ingreso¹² y, por ende, tendrían mayor acceso al crédito. Es por ello que, en el REF, se viene utilizando la información de ingreso de los cotizantes en las AFP para calcular

11 Otras series de ingresos que presentan discontinuidad en su información, que dejaron de actualizarse o cuya información se limita a Lima Metropolitana, son: i) sueldos de empleados y ejecutivos en establecimientos de 10 y más trabajadores en Lima Metropolitana (Fuente: Ministerio de Trabajo, actualizada de forma discontinua hasta junio de 2010); ii) ingreso promedio mensual de la PEA Ocupada en Lima Metropolitana (Fuente: INEI – Encuesta Permanente de Empleo, serie continuamente actualizada); iii) sueldo urbano nacional (Fuente: INEI, actualizada hasta diciembre de 2007); iv) ingreso promedio urbano nacional (Fuente: INEI, actualizada hasta diciembre de 2010); y, v) sueldo promedio de la actividad privada (Fuente: INEI, actualizada hasta diciembre de 2007).

12 El número de clientes del sistema financiero representa menos del 50% de la PEA Ocupada con Empleo Adecuado. Se espera que, en promedio, estos prestatarios sean los que tienen los mayores niveles de ingresos de esta población.





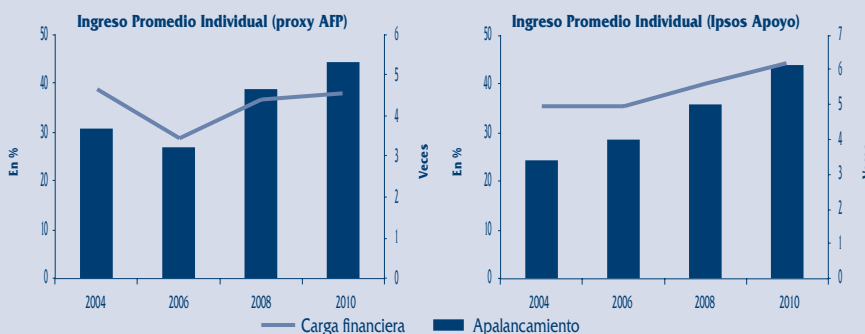
los indicadores de endeudamiento, debido a que es más representativa de las personas que mantienen deudas con el sistema financiero.

Asimismo, a diferencia de las variables de ingreso de la PEA Ocupada y PEA Ocupada con Empleo Adecuado, que únicamente presentan información anual y hasta 2010, la información del ingreso promedio de los cotizantes en las AFP tiene frecuencia mensual y se actualiza regularmente, lo que permitiría un mejor monitoreo de estos indicadores.

Por su parte, se observa que el ingreso familiar que publica Ipsos APOYO es inferior al ingreso individual de los cotizantes en las AFP. Ello refleja, como se mencionó anteriormente, el mayor nivel de ingresos que, en promedio, presentan los afiliados al Sistema Privado de Pensiones, dentro de la población total¹³.

En el siguiente gráfico, se presentan los indicadores de endeudamiento (carga financiera y apalancamiento) estimados utilizando tanto el nivel de ingreso individual como el familiar.

CARGA FINANCIERA Y APALANCAMIENTO A NIVEL INDIVIDUAL Y FAMILIAR



Fuente: SBS, Ipsos Apoyo y RCC.

En ambos casos se observa que, a partir de 2006, se ha venido incrementando el nivel de carga financiera y de apalancamiento. Ello ocurrió debido a que el ingreso promedio ha mostrado un menor ritmo de crecimiento comparado con el de la deuda promedio, en línea con la desaceleración de la tasa de crecimiento del empleo observada desde junio de 2008¹⁴. Si bien el crecimiento del empleo se ha venido recuperando desde diciembre de 2009, no ha logrado alcanzar un ritmo como el observado entre 2006 y 2007.

Dado que la cuota promedio es el ponderado de los tres grupos de deudores según su monto de deuda, se puede decir que, para el promedio de los deudores, y con ambas fuentes de ingresos (individual y familiar), la carga financiera es menor al 50% del ingreso, nivel a partir del cual se considera que existe sobreendeudamiento.

13 Existe también la posibilidad que las familias encuestadas por Ipsos APOYO subestimen su ingreso. Ello no ocurre en el caso del ingreso de los cotizantes de las AFP, debido a que los aportes son descontados directamente del ingreso “efectivo” del trabajador, el que se observa en su boleta de pago. Cabe mencionar que la boleta de pago del trabajador es el documento principal para sustentar su ingreso, al momento de solicitar un crédito al sistema financiero.

14 La tasa de crecimiento anual del empleo en empresas con 10 ó más trabajadores ha pasado de 9,5% en junio de 2008 a 4,7% en diciembre de 2011.

10. Si bien existe una fuerte demanda potencial por viviendas de parte de las familias, es necesario que se mantengan estándares prudenciales en el otorgamiento de créditos hipotecarios (sin caer en un racionamiento en este tipo de crédito), con la finalidad de evitar un deterioro de la solvencia de las familias y de las instituciones financieras, en caso el ciclo económico se revierta.

Si bien siempre ha existido un elevado número de familias que carecen de vivienda, el crecimiento del empleo y de la actividad económica ha permitido generar una demanda potencial real (familias que quieren y pueden comprar una vivienda). Según un Informe de Apoyo Consultoría¹⁵, la Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO) estima una demanda potencial real de viviendas de 370 mil familias, de las cuales, el 60% puede adquirir una vivienda por un valor de hasta US\$ 60 mil (precio límite del crédito Mivivienda), lo que revelaría la creciente demanda por vivienda de los segmentos económicos medio y medio bajo, ante la mejora de sus ingresos.

Sin embargo, es importante considerar que aunque muchas familias pueden pagar la cuota mensual de un crédito hipotecario o un alquiler por un monto similar, les puede ser difícil reunir el monto que corresponde a la cuota inicial.

Las entidades financieras, por su parte, han venido incrementando el ratio *loan to value* (LTV)¹⁶, de 80% a 90%, en línea también con los mayores precios de las viviendas. Ello, a su vez, permite que más familias puedan acceder a un crédito hipotecario, en un contexto de flexibilización de las condiciones de financiamiento de este tipo de créditos: plazos de vencimiento más largos y menores tasas de interés (ver Recuadro 2).

En ese sentido, es necesario mantener los estándares crediticios para que, ante una eventual reversión del ciclo económico, tanto las familias como las instituciones financieras eviten el deterioro de su solvencia y de su cartera crediticia, respectivamente. Ello principalmente en los segmentos económicos medio y medio bajo, que tienen un corto historial crediticio¹⁷ y que son más vulnerables a las fluctuaciones en el ciclo económico.

15 "Situación Actual y Perspectivas del Mercado Inmobiliario en Lima Metropolitana". Apoyo Consultoría, febrero de 2012.

16 Este indicador captura la capacidad del prestatario de cancelar su crédito al vender la vivienda, así como la capacidad de que la entidad financiera para recuperar el crédito en caso de incumplimiento del deudor.

17 Algunas instituciones financieras ofrecen el producto Ahorro Programado o Local para que las personas que no pueden sustentar un ingreso estable o que no cuentan con un historial crediticio puedan demostrar un buen comportamiento de pago, realizando un depósito mensual durante un periodo de 6 a 12 meses por un monto similar a la cuota que pagarían.





**RECUADRO 2:
CONDICIONES CREDITICIAS EN EL MERCADO DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS**

Durante 2011, los créditos hipotecarios¹⁸ otorgados por las empresas del sistema financiero (ESF) tuvieron un incremento de 24,6%, tasa superior a la observada en los créditos de consumo (21,5%) y a la microempresa (11,7%). En ese periodo, las ESF desembolsaron más de 2 800 créditos mensualmente, cifra 17% superior a la registrada en 2010, y la cantidad de deudores hipotecarios del sistema financiero se incrementó en 15%. Por otro lado, las tasas de interés han permanecido estables (8,1% en nuevos soles y 9,4% en dólares) mientras que continúa el proceso de desdolarización de los créditos (la participación de los créditos hipotecarios en nuevos soles se ha incrementado de 47% a 50%).

Este conjunto de indicadores muestra que el mercado de créditos hipotecarios sigue experimentando un importante dinamismo, el cual es impulsado tanto por factores de demanda, debido a la necesidad de viviendas por parte de las personas, como por factores de oferta, vinculados al desarrollo de proyectos inmobiliarios y a la flexibilización de las condiciones crediticias ofrecidas por las ESF (como la relación préstamo/valor del inmueble o *loan-to-value* LTV, la relación cuota/ingreso, plazo, entre otras condiciones).

La importancia de la evaluación de las condiciones crediticias radica en que un relajamiento de las mismas podría desencadenar una crisis similar a la *subprime*, toda vez que no se realice una adecuada evaluación económico-financiera de los clientes. Cabe recordar que, en los Estados Unidos de América, el incremento en el stock de viviendas y la mayor toma de riesgos (flexibilización de las condiciones crediticias) contribuyeron al desarrollo de la crisis *subprime*. Adicionalmente, un relajamiento de estas condiciones podría brindar a los reguladores y supervisores una alerta temprana de un probable incremento futuro de la morosidad en estos créditos.

Para evaluar el nivel de flexibilización de las condiciones en las que actualmente se puede recibir un crédito hipotecario, se realizaron visitas a diversas entidades bancarias (EB) y entidades no bancarias (ENB). En el Cuadro 1 de este recuadro se resumen los resultados de dichas visitas. El ratio cuota/ingreso hace referencia a la suma de las cuotas que debe pagar el deudor por todos los créditos que mantenga con las instituciones financieras, incluyendo en el cálculo la cuota del crédito hipotecario.

Así, se aprecia que las EB son más flexibles que las ENB al momento de otorgar créditos hipotecarios, ya que exigen una menor cuota inicial y un mayor plazo para el pago de los créditos. A través del mayor ratio LTV en las EB (hasta el 90% del valor del inmueble), los clientes pueden acceder a los créditos pagando una cuota inicial más baja que en las ENB. En cuanto al plazo de los créditos, en las EB se puede acceder a créditos hipotecarios con plazos de hasta 30 años, mientras que en las ENB el plazo máximo llega a los 20 años.

18 Este mercado se caracteriza por ser atendido principalmente por las entidades bancarias, entidades que concentran el 96,5% del total de créditos hipotecarios, seguido por las cajas municipales que poseen el 2,5% del total.

Al considerar el requisito de antigüedad laboral necesario para acceder al crédito hipotecario, las ENB son más flexibles que las EB debido a que requieren una menor antigüedad laboral. En las EB visitadas se requiere acreditar una antigüedad laboral no menor a un año, mientras que las ENB, de acuerdo a la condición de trabajo, la antigüedad requerida puede ser menor a los seis meses.

Adicionalmente, se observan otras condiciones relacionadas al financiamiento de bienes futuros y el monto máximo de crédito en las que no se aprecia flexibilización en las ENB, pero a las cuales es necesario hacer seguimiento para detectar si se produce un relajamiento en el futuro.

**Cuadro 1
RESUMEN DE LAS CONDICIONES CREDITICIAS EN EB Y ENB**

	Condición	Característica
Entidades Bancarias	LTV	Entre 80% y 90%.
	Plazo	Hasta 30 años.
	Cuota/Ingreso	Entre 40% y 50%.
	Límite por crédito hipotecario	En la mayoría de instituciones no hay límite.
	Otros	Brindan la posibilidad de recomprar la deuda hipotecaria con otras instituciones y financian la compra de bienes futuros ¹⁹ . Para acceder al crédito, se requiere una antigüedad laboral de 1 año (trabajadores dependientes) y 2 años (trabajadores independientes).
Entidades No Bancarias	LTV	Mayoritariamente hasta 80%.
	Plazo	Hasta 20 años.
	Cuota/Ingreso	Entre 40% y 50%.
	Límite por crédito hipotecario	Mayoritariamente S/. 190 000.
	Otros	En las cajas municipales se observa que no otorgan créditos para la compra de bienes futuros. Además, algunas cajas rurales tienden a financiar viviendas construidas solamente por determinadas empresas constructoras. ²⁰ Para acceder al crédito, se requiere una antigüedad laboral de entre 6 meses y 1 año (trabajadores dependientes) y de entre 5 meses y 2 años (trabajadores independientes).

En la actualidad, las ENB visitadas no otorgan créditos hipotecarios para la compra de bienes futuros, con lo cual reducen el riesgo de que el bien no sea finalmente inscrito en los registros públicos o de que la vivienda sea vendida a más de una persona. Del mismo modo, las ENB presentan un límite del monto de crédito hipotecario a otorgar, que se sitúa alrededor de los S/. 190 000. En las EB, no se establece un límite en el monto del crédito, pero se exige que el deudor cumpla con los requisitos, considerando la relación cuota/ingreso máxima aceptada por la EB.

Asimismo, en términos relativos, las ENB tienden a desembolsar una mayor cantidad de créditos en nuevos soles que las EB para evitar una exposición al riesgo cambiario, producto de la fluctuación en el tipo de cambio.

19 Una vivienda que se encuentre en proyecto o que no haya sido independizada es considerada un bien futuro. Al ser otorgados los créditos solo para la compra de viviendas terminadas, las ENB reducen el riesgo de no inscripción o de que sea vendida a más de una persona.

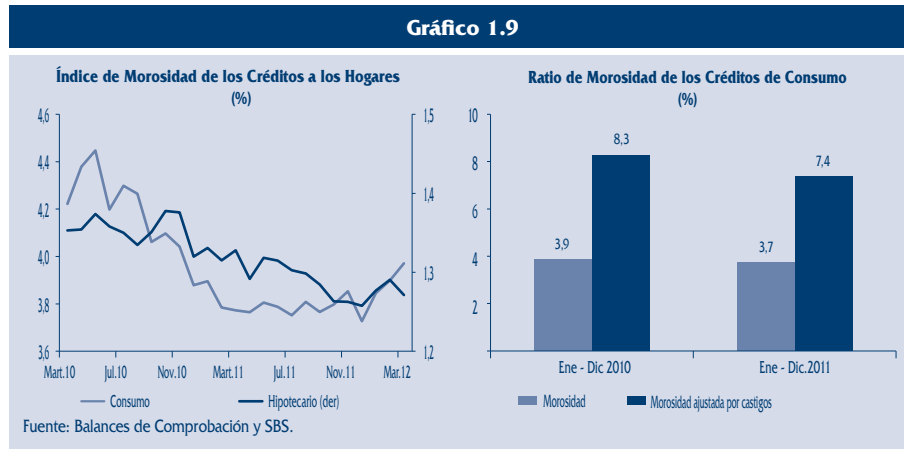
20 Lo cual reduce problemas de información, ya que las constructoras aseguran que los inmuebles serán terminados y no serán vendidos a varias personas.



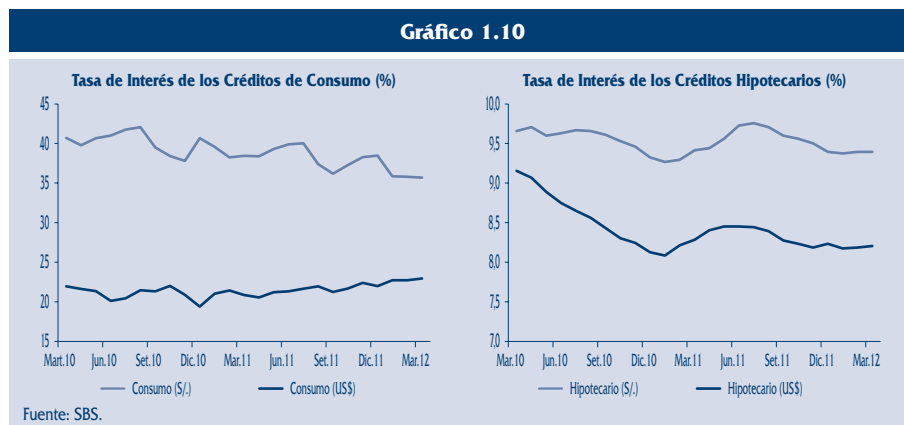


11. La cartera morosa como porcentaje del crédito total a los hogares se mantiene en niveles bajos, aunque se incrementó ligeramente en el semestre setiembre 2011 – marzo 2012. Ello ocurrió tanto en la cartera de consumo como en la hipotecaria.

Cabe indicar que, en el caso de los créditos de consumo, se observa que las instituciones financieras realizan periódicamente castigos²¹ de la cartera deteriorada, lo que tiene el efecto de reducir su ratio de morosidad. Así, si se aislara el efecto del flujo de castigos realizados durante cada año, se observa que tanto en 2010 como en 2011, el ratio de morosidad ajustado más o menos duplicaría el ratio de morosidad observado. Sin embargo, ambos ratios de morosidad, tanto el observado como el ajustado por castigos, mostraron una reducción en 2011 con respecto a los del año anterior.



12. Por su parte, las tasas de interés de los créditos hipotecarios y de consumo, tanto en nuevos soles como en dólares, se mantuvieron relativamente estables en el semestre.



21 La entidad financiera debe proceder al castigo de un crédito clasificado como Pérdida, íntegramente provisionado, cuando exista evidencia real y comprobable de su irrecuperabilidad o cuando el monto del crédito no justifique iniciar acción judicial o arbitral.

I.2 Empresas

13. En 2011, las empresas corporativas consolidaron su solidez financiera y patrimonial en medio de indicadores favorables de solvencia, apalancamiento, liquidez y generación de flujo de caja respecto a sus obligaciones financieras.

Estos resultados se dieron con niveles récord de ventas y utilidades para el conjunto de empresas analizadas, gracias al desempeño del gasto privado, en particular del consumo privado.

Las expectativas empresariales se recuperaron a partir del segundo semestre de 2011. Las empresas muestran los niveles más altos de optimismo respecto a sus expectativas, a corto plazo, sobre la economía, ventas y demanda de su sector. Así, a marzo de 2012, los índices de confianza empresarial alcanzan sus máximos desde marzo de 2011. Asimismo, las empresas han calificado su situación financiera como favorable y no han reportado dificultades en el acceso a fuentes de financiamiento²².

Para el período 2012 – 2013, el total de anuncios de proyectos de inversión por parte de las empresas corporativas de los diversos sectores económicos asciende a US\$ 35 456 millones²³. No obstante, el cumplimiento efectivo y en los plazos programados de estos proyectos de inversión puede verse afectado por diversos conflictos sociales, por lo que es necesario el apoyo de los gobiernos y autoridades locales y regionales en donde se realizarían estas inversiones.

El nivel de liquidez de los inversionistas institucionales en las entidades financieras asegura la disponibilidad de recursos a las empresas corporativas a través de préstamos bancarios y de la emisión de bonos y papeles comerciales en el mercado local. Incluso, las empresas corporativas de mayor tamaño se han mostrado recientemente muy dinámicas en los mercados internacionales a través de emisiones de instrumentos de deuda de largo plazo.

El acceso al financiamiento se da a un costo financiero atractivo dado el entorno de bajas tasas de interés internacionales, por lo que se espera que los gastos financieros de las empresas se mantengan en niveles reducidos y que no presenten problemas significativos en cumplir con sus obligaciones financieras.

14. Los indicadores de ciclos de negocios, medidos por el plazo promedio de las cuentas por cobrar y del pago a proveedores en número de días, se mantienen, a finales de 2011, en niveles similares a los reportados en los últimos años. Estos indicadores de plazo promedio de las cuentas por cobrar y del pago a proveedores

22 Ver Nota de Estudios N° 20: Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas – Marzo 2012 en www.bcrp.gob.pe

23 Ver Reporte de Inflación de Marzo de 2012, cuadro 14: “Anuncio de Proyectos de Inversión Privada”, página 46.





no sobrepasan los 2 meses, para las empresas industriales y mineras, y se ubican ligeramente por encima de este umbral para el caso de las empresas de servicios públicos. De este modo, se espera que continúe el funcionamiento adecuado de la cadena de pagos de la economía, la cual incluso se mostró muy resistente durante la crisis financiera internacional 2008-2009.

15. Las empresas industriales mostraron una aceleración de la tasa de crecimiento de sus ventas y una ligera mejora en sus indicadores de apalancamiento, solvencia y liquidez en 2011. De igual modo, resalta los niveles de rentabilidad (margen operativo de 11% y ROE de 18%) y la alta cobertura de sus intereses (medido por el ratio utilidad operativa / gastos financieros). Gracias a estos indicadores y a los flujos de caja que provienen de sus operaciones, las empresas industriales pueden hacer frente sin problemas a las obligaciones financieras derivadas de su nivel de apalancamiento (pasivos / patrimonio) de 108%.

Cuadro 1.3
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES

	2007	2008	2009	2010	2011
Indicadores de Ventas y Rentabilidad					
- Ventas (Millones de S/.)	36 914	45 963	40 087	47 121	57 723
Var. % anual		25%	-13%	18%	23%
- Margen operativo 1/	12%	10%	11%	12%	11%
- ROE	16%	14%	15%	18%	18%
Indicadores de Apalancamiento, Solvencia, Liquidez y Estructura de Pasivos					
- Pasivos / Patrimonio neto	97%	129%	104%	109%	108%
- Pasivos / Ventas	44%	48%	51%	53%	51%
- Utilidad operativa / Gastos financieros	5,5	2,2	3,5	7,6	7,4
- Liquidez ácida 2/	1,0	0,8	1,0	1,0	1,1
- Estructura de los pasivos (Como % del total)					
Préstamos bancarios	38%	50%	42%	41%	46%
Bonos y papeles comerciales	18%	13%	16%	14%	11%
Proveedores	17%	16%	17%	20%	17%
Otros 3/	28%	22%	25%	25%	26%
- Pasivos de corto plazo (Como % del total de pasivos)	66%	69%	57%	60%	55%
Indicadores del ciclo de negocio (Plazo promedio en número de días)					
- Inventarios	133	155	117	125	129
- Cuentas por cobrar	44	43	43	39	40
- Pago a los proveedores	45	58	65	64	51

1/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

2/ Mide la capacidad más inmediata que posee una empresa para enfrentar sus compromisos de corto plazo. Se calcula como la división del activo corriente (excluyendo los inventarios) entre el pasivo corriente.

3/ Incluye deudas con la casa matriz o empresas relacionadas, impuestos diferidos, gastos devengados, pasivos laborales, etc.

Fuente: Económica.

Dentro de la estructura de pasivos de las empresas industriales, destaca la importancia de los préstamos bancarios (46% del total de los pasivos a diciembre de 2011), los que han aumentado su participación en el último año; mientras que el financiamiento a través de proveedores y de emisiones de bonos y papeles comerciales redujo su participación en el mismo periodo.

Los plazos promedio de realización de inventarios, en números de días, han subido ligeramente en el 2010 y 2011. Sin embargo, este nivel se encuentra por debajo del observado a fines de 2008 donde, en medio de la expansión económica de dichos años, las empresas fueron optimistas con sus planes de inversión y proyecciones de ventas.

El desempeño financiero y las ventas de las empresas de alimentos y bebidas, bienes de consumo y de ventas minoristas (*retail*) se beneficiaron del dinamismo del consumo privado en 2011.

16. **Las empresas relacionadas al sector construcción se beneficiarían del mayor gasto público proyectado para 2012, luego de una débil ejecución del gasto presupuestado por parte de los gobiernos regionales y locales en 2011.** El dinamismo para las empresas constructoras y para las proveedoras de insumos y de materiales de construcción (cemento, vidrio, acero, etc.) estaría dado por el desarrollo de centros comerciales y la construcción de viviendas y complejos habitacionales.

Las empresas textiles enfrentan un reto importante debido a la alta competencia de otros países productores de bajo costo y a la menor demanda esperada de Europa ante las expectativas de recesión en dicho mercado. Las oportunidades del sector se centran en los mayores niveles de demanda local, la recuperación de las ventas a los EE.UU. (principal mercado del exterior) y a que continúe la ganancia de mayores cuotas de mercado en la región (Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, entre otros).

17. **Las empresas mineras cuentan con una sólida posición de liquidez que les permitiría financiar el desarrollo de nuevos proyectos y, con ello, incrementar sus niveles de reserva y producción, además de aumentar su impacto económico en su zona de influencia directa y en el país en su conjunto²⁴.** Estas empresas disponen de recursos propios y de una amplia capacidad de endeudamiento (dado su bajo apalancamiento actual) para ejecutar su programa de inversiones, efectuar mayores exploraciones, ampliar la capacidad de producción de las minas existentes y desarrollar nuevos yacimientos.
18. **Sin embargo, las inversiones mineras podrían verse frenadas por la oposición de algunos gobiernos regionales y locales, y de parte de la población local al desarrollo de las mismas.** Así, se tuvieron que paralizar los proyectos de cobre Tía María en Arequipa y de plata Santa Ana en Puno. Además, existen dificultades en la construcción de la mina de cobre y oro Minas Conga en Cajamarca y la ampliación de

24 Vía mayor empleo directo e indirecto, impuestos, canon minero, desarrollo de infraestructura (como carreteras y reservorios de agua), programas de desarrollo social, etc.





la mina de cobre Toquepala en Tacna²⁵. Cabe mencionar la importancia de mantener un adecuado clima de negocios para las inversiones mineras, ya que un contexto global las empresas pueden destinar sus capitales y recursos técnicos hacia el desarrollo de proyectos en otros países que brinden estabilidad jurídica y un ambiente favorable a estas inversiones de largo plazo²⁶.

Cuadro 1.4
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS MINERAS

	2007	2008	2009	2010	2011
Indicadores de Ventas y Rentabilidad					
- Ventas (Millones de S/.)	26 447	26 192	21 884	29 407	33 149
Var. % anual		-1%	-16%	34%	13%
- Margen operativo 1/	61%	46%	49%	55%	51%
- ROE	48%	37%	31%	40%	36%
Indicadores de Apalancamiento, Solvencia, Liquidez y Estructura de Pasivos					
- Pasivos / Patrimonio neto	33%	42%	33%	32%	23%
- Pasivos / Ventas	29%	41%	43%	36%	28%
- Utilidad operativa / Gastos financieros	34,2	10,4	16,0	67,8	78,9
- Liquidez ácida 2/	2,9	2,8	3,3	3,9	3,5
- Estructura de los pasivos (Como % del total)					
Préstamos bancarios	25%	37%	25%	21%	19%
Bonos y papeles comerciales	7%	3%	3%	3%	3%
Proveedores	11%	12%	11%	12%	17%
Otros 3/	56%	47%	60%	64%	61%
- Pasivos de corto plazo (Como % del total de pasivos)	59%	54%	56%	66%	67%
Indicadores del ciclo de negocio (Plazo promedio en número de días)					
- Inventarios	92	94	96	96	97
- Cuentas por cobrar	33	20	38	40	32
- Pago a los proveedores	39	43	38	45	45

1/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

2/ Mide la capacidad más inmediata que posee una empresa para enfrentar sus compromisos de corto plazo. Se calcula como la división del activo corriente (excluyendo los inventarios) entre el pasivo corriente.

3/ Incluye deudas con la casa matriz o empresas relacionadas, impuestos diferidos, gastos devengados, pasivos laborales, etc.

Fuente: Económica.

Se observó un deterioro reciente de los resultados financieros de las empresas mineras, principalmente en el cuarto trimestre de 2011. Estas empresas se han visto afectadas no

25 La minería de cobre es la que concentra los principales proyectos a desarrollarse en los próximos años. A la fecha, importantes proyectos como Toromocho, Antapaccay, Las Bambas, Quellaveco, La Arena, Minas Conga ya han recibido la aprobación de sus estudios de impacto ambiental. Por su parte, proyectos como Galeno, La Granja y Shahuindo se encuentran en el proceso de aprobación de sus estudios de impacto ambiental. Además, existen planes de ampliación de las principales minas productoras actuales como Antamina, Toquepala, Cuajone y Cerro Verde.

26 Por ejemplo, la Sociedad Nacional de Minería de Chile proyecta inversiones en dicho país por US\$ 100 mil millones hasta 2020, enfocadas en minería de cobre, oro y no metálica. Este monto es aproximadamente el doble de las inversiones proyectadas para Perú, siempre y cuando se lleven a cabo en el país la totalidad de proyectos mineros en cartera.

solo por menores precios de los metales industriales²⁷, sino también por un incremento de los costos de producción. Las empresas mineras han reportado mayores costos de la mano de obra y aumento de precios de los suministros mineros, combustibles y tarifas de servicios públicos. Otro factor que afecta negativamente es la apreciación del Nuevo Sol, debido a que las ventas están en dólares mientras que una parte importante de los costos operativos están en nuevos soles.

19. Las empresas de servicios públicos redujeron sus niveles de apalancamiento, de 119% en 2010 a 99% en 2011; y mejoraron su indicador de solvencia, de 111% en 2010 a 103% en 2011. El crecimiento de las ventas se aceleró en 2011 respecto a los 2 años anteriores gracias a las mayores ventas de las empresas distribuidoras y generadoras de energía eléctrica y de la empresa distribuidora de gas natural en Lima. El desempeño financiero de este sector seguirá acorde al ritmo de crecimiento de la demanda por energía que depende del dinamismo de la economía y de la ejecución de los principales proyectos de inversión. Las empresas de servicios públicos se caracterizan por su activa presencia en el mercado de capitales tanto en términos de saldo vigente de deuda emitida como por número y monto de emisiones²⁸.

**Cuadro 1.5
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS PÚBLICOS**

	2007	2008	2009	2010	2011
Indicadores de Ventas y Rentabilidad					
- Ventas (Millones de S/.)	14 740	16 645	17 204	17 622	19 246
Var. % anual		13%	3%	2%	9%
- Margen operativo 1/	15%	21%	24%	23%	21%
- ROE	7%	12%	17%	17%	15%
Indicadores de Apalancamiento, Solvencia, Liquidez y Estructura de Pasivos					
- Pasivos / Patrimonio neto	114%	106%	105%	119%	99%
- Pasivos / Ventas	122%	112%	109%	111%	103%
- Utilidad operativa / Gastos financieros	2,5	2,5	4,3	5,7	5,7
- Liquidez ácida 2/	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8
- Estructura de los pasivos (Como % del total)					
Préstamos bancarios	39%	39%	37%	34%	38%
Bonos y papeles comerciales	19%	21%	22%	22%	19%
Proveedores	10%	13%	13%	15%	17%
Otros 3/	32%	27%	28%	29%	26%
- Pasivos de corto plazo (Como % del total de pasivos)	36%	36%	35%	36%	38%
Indicadores del ciclo de negocio (Plazo promedio en número de días)					
- Cuentas por cobrar	49	60	59	66	65
- Pago a los proveedores	52	60	58	68	75

1/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

2/ Mide la capacidad más inmediata que posee una empresa para enfrentar sus compromisos de corto plazo. Se calcula como la división del activo corriente (excluyendo los inventarios) entre el pasivo corriente.

3/ Incluye deudas con la casa matriz o empresas relacionadas, impuestos diferidos, gastos devengados, pasivos laborales, etc.
Fuente: Economática.

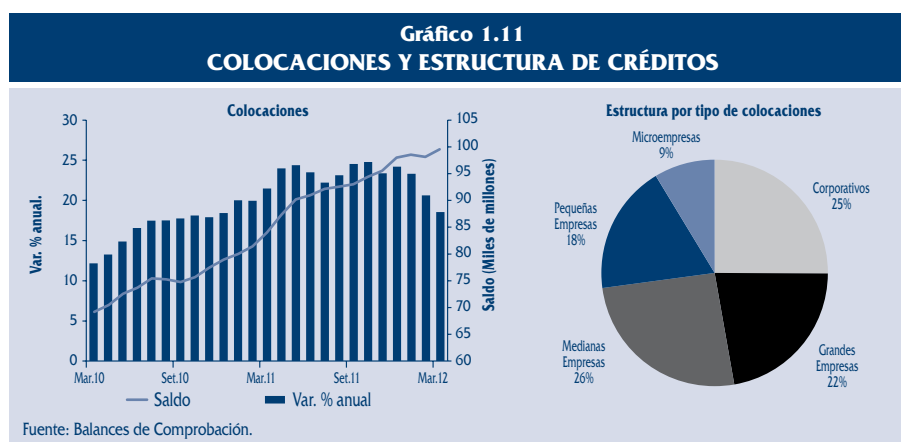
27 Debido a la expectativa de una desaceleración del crecimiento económico de China (principal consumidor mundial) y a la volatilidad de los mercados financieros internacionales producto de los problemas de sostenibilidad de la deuda y de recesión en Europa.

28 Edegel, Edelnor, Luz del Sur, Telefónica del Perú, Telefónica Móviles y Enersur figuran entre los principales emisores del mercado de capitales local.





20. **En el último semestre, la demanda por financiamiento de las empresas no financieras se mantuvo dinámica, aunque se observó una desaceleración con respecto al semestre anterior.** La tasa de crecimiento durante el último semestre fue de 7,0% en comparación con la del semestre anterior que fue de 10,8%, lo cual va en línea con la tendencia del crecimiento del PBI a estabilizarse en su ritmo potencial.



21. **Entre setiembre de 2011 y marzo de 2012, el número de empresas que obtuvo financiamiento del sistema financiero se incrementó en 6,7%.** Por tamaño de empresa²⁹, este crecimiento se dio principalmente en microempresas y pequeñas empresas.

El saldo de deuda con el sistema financiero de las empresas corporativas y las grandes empresas, en conjunto, se incrementó en 3,3% durante el periodo setiembre de 2011 – marzo de 2012. En ese mismo período, el saldo de los créditos otorgados por el sistema financiero a las medianas, pequeñas y microempresas aumentó en 11,4%, 11,7% y 6,0%, respectivamente.

**Cuadro 1.6
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE EMPRESAS**

	Mar.11			Set.11			Mar.12		
	N° de deudores	Saldo de deuda (Millones de S/.)	Deuda promedio (Miles de S/.)	N° de deudores	Saldo de deuda (Millones de S/.)	Deuda promedio (Miles de S/.)	N° de deudores	Saldo de deuda (Millones de S/.)	Deuda promedio (Miles de S/.)
Corporativos 1/	525	19 696	37 517	509	23 784	46 726	503	24 979	49 660
Grandes Empresas	1 813	21 843	12 048	1 710	21 744	12 716	1 772	22 046	12 441
Medianas Empresas	15 425	20 262	1 314	17 106	22 938	1 341	18 726	25 542	1 364
Pequeñas Empresas	247 962	14 461	58,3	275 881	16 447	59,6	304 258	18 376	60,4
Microempresas	1 353 917	7 729	5,7	1 435 474	8 143	5,7	1 522 068	8 633	5,7

1/ Comprenden además los créditos otorgados a bancos multilaterales de desarrollo, soberanos, entidades del sector público, intermediarios de valores y empresas del sistema financiero.
Fuente: RCC y Balances de Comprobación.

29 Esta clasificación de la deuda por tipo de empresa entró en vigencia en julio de 2010. Aprobado mediante Resolución SBS N° 11356-2008 del 19 de noviembre de 2008.

22. La dolarización de la deuda de las empresas en el sistema financiero se mantuvo estable alrededor de 54% entre setiembre de 2011 y marzo de 2012.

En los últimos seis meses, la tasa de crecimiento de los préstamos en dólares pasó de 14,1% (entre marzo y setiembre de 2011) a 7,4% (entre setiembre de 2011 y marzo de 2012); mientras que para aquellos en nuevos soles, esta tasa pasó de 7,2% a 6,6% durante el mismo periodo de análisis. El mayor incremento de la dolarización de la deuda se dio en los créditos otorgados a las empresas corporativas y las medianas empresas, mientras que en el resto de créditos se registró una disminución.

Cuadro 1.7
DEUDA POR TIPO DE EMPRESA Y POR MONEDAS CON EL SISTEMA FINANCIERO 1/
(En millones de S/.)

	Mar.11	Set.11	Mar.12	Mar.12 / Mar.11	
				Flujo	Var. %
Total Deuda de Empresas	83 993	93 056	99 575	15 582	18,6
Moneda nacional	40 278	43 179	46 021	5 744	14,3
Moneda extranjera	43 715	49 877	53 553	9 838	22,5
% dolarización	52,0%	53,6%	53,8%		
Empresas corporativas 2/	19 696	23 784	24 979	5 282	26,8
Moneda nacional	8 124	9 105	8 857	733	9,0
Moneda extranjera	11 573	14 678	16 122	4 549	39,3
% dolarización	58,8%	61,7%	64,5%		
Grandes empresas	21 843	21 744	22 046	202	0,9
Moneda nacional	6 731	5 695	6 054	-677	-10,1
Moneda extranjera	15 113	16 049	15 992	879	5,8
% dolarización	69,2%	73,8%	72,5%		
Medianas empresas	20 262	22 938	25 542	5 279	26,1
Moneda nacional	6 892	7 646	8 118	1 226	17,8
Moneda extranjera	13 370	15 292	17 423	4 053	30,3
% dolarización	66,0%	66,7%	68,2%		
Pequeñas empresas	14 461	16 447	18 376	3 914	27,1
Moneda nacional	11 313	13 165	14 967	3 653	32,3
Moneda extranjera	3 148	3 282	3 409	261	8,3
% dolarización	21,8%	20,0%	18,5%		
Microempresas	7 729	8 143	8 633	904	11,7
Moneda nacional	7 218	7 567	8 025	807	11,2
Moneda extranjera	512	576	608	97	18,9
% dolarización	6,6%	7,1%	7,0%		

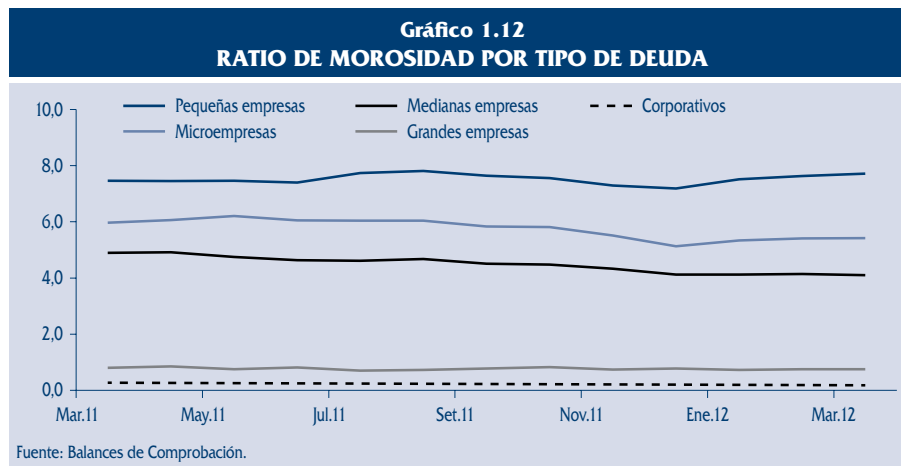
1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2012.

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

Fuente: Balances de Comprobación.

23. En los últimos seis meses, se registró una evolución estable del ratio de morosidad con respecto a las colocaciones brutas en todos los tipos de créditos otorgados a las empresas. Las pequeñas empresas son las únicas que presentaron un incremento del ratio de morosidad, al pasar de 7,63% a 7,70%.





24. Por tipo de moneda, el ratio de morosidad se incrementó en moneda nacional, mientras que en moneda extranjera se observó una ligera disminución. Los créditos otorgados a las pequeñas empresas explican este incremento durante el último semestre, al pasar de 7,87% a 7,93% en moneda nacional, mientras que en moneda extranjera se mantuvo en 6,73%.

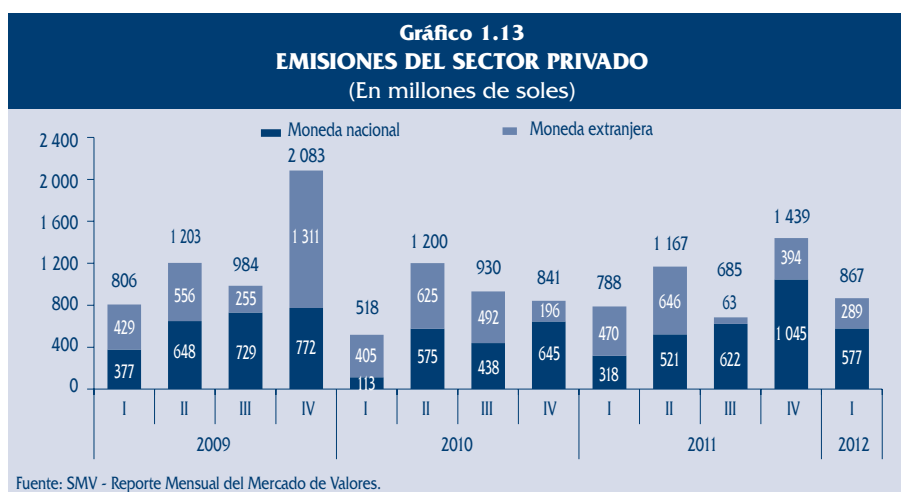
Cuadro 1.8
RATIO DE MOROSIDAD DE LAS EMPRESAS CON EL SISTEMA FINANCIERO

	Mar.11	Set.11	Mar.12
Total Deuda de Empresas	3,26	3,19	3,16
Moneda nacional	4,13	4,38	4,51
Moneda extranjera	2,49	2,19	2,01
Empresas corporativas	0,26	0,21	0,19
Moneda nacional	0,06	0,06	0,05
Moneda extranjera	0,39	0,30	0,26
Grandes empresas	0,80	0,78	0,76
Moneda nacional	0,27	0,36	0,33
Moneda extranjera	1,02	0,93	0,92
Medianas empresas	4,89	4,51	4,12
Moneda nacional	4,93	4,87	5,09
Moneda extranjera	4,86	4,34	3,66
Pequeñas empresas	7,47	7,63	7,70
Moneda nacional	7,61	7,87	7,93
Moneda extranjera	7,00	6,73	6,73
Microempresas	5,96	5,83	5,43
Moneda nacional	6,11	6,07	5,61
Moneda extranjera	3,90	2,89	3,01

Fuente: Balances de Comprobación.

25. Las empresas se han mostrado más activas en obtener financiamiento en los mercados de deuda local e internacional en los últimos dos trimestres.

En el cuarto trimestre de 2011, las emisiones de deuda local registraron un repunte de los montos colocados. En particular, destacaron en este período las emisiones en instrumentos denominados en moneda nacional de las entidades financieras que sumaron colocaciones por S/. 835 millones, de un total de S/. 1 045 millones colocados por el sector privado en su conjunto, en dicha moneda. Estas emisiones correspondieron a bonos corporativos y certificados de depósitos negociables. En instrumentos denominados en moneda extranjera, se efectuaron las emisiones de bonos subordinados y de bonos de arrendamiento financiero.



En el primer trimestre de 2012, las principales emisiones en moneda nacional correspondieron a bonos corporativos y a bonos titulizados. En moneda extranjera, sobresalió la colocación de bonos corporativos de Duke Energy. En el semestre de análisis (octubre 2011 – marzo 2012), se registraron 3 nuevos emisores de instrumentos de deuda: Financiera Efectiva, Pacífico Seguros e Hipermercados Tottus.

26. Destacó el mayor interés de empresas peruanas, por realizar emisiones de bonos (senior notes) en el mercado internacional³⁰. Cabe resaltar que varias de estas emisiones fueron llevadas a cabo por empresas corporativas que no pertenecen al sistema financiero. Por lo general, los bancos más grandes del país han sido los principales emisores en el exterior. La principal ventaja de una emisión en el exterior, respecto a una local, es el universo más amplio de inversionistas a los que se accede, lo que se refleja en una escala mucho mayor de los montos emitidos y por ende, de los fondos obtenidos. Sin embargo, las emisiones en el exterior pueden tener tramos locales como ocurrió con las emisiones de Volcan Compañía Minera (tramo local por US\$ 36 millones) y COFIDE (tramo local por US\$ 29 millones).

30 Emisiones realizadas bajo la Regla 144-A de la *Securities Exchange Commission* de Estados Unidos.





Cuadro 1.9
EMISIONES DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN EL EXTERIOR
(Octubre 2011 - Marzo 2012)

Emisor	Tipo	Fecha	Monto Emitido (US\$ millones)	Plazo	Tasa
Interproperties Trust 1/	Senior Secured Notes	10-nov-11	185	12 años	8,75%
Corporación Lindley	Senior Notes	23-nov-11	320	10 años	6,75%
Banco Continental	Senior Notes	10-ene-12	500	5 años	5,75%
Volcan	Senior Notes	02-feb-12	600	10 años	5,48%
Camposol	Senior Notes	02-feb-12	125	15 años	9,88%
COFIDE	Senior Notes	08-feb-12	400	10 años	4,75%

1/ Vehículo de inversión inmobiliaria del Grupo Interbank.
Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores y Bloomberg.

El mercado de capitales local continúa presentado condiciones favorables de financiamiento de largo plazo. Sin embargo, la elevada demanda por instrumentos de deuda de los inversionistas institucionales no está siendo aprovechada por las empresas corporativas y grandes. Si bien todos los años se registra el ingreso de nuevos emisores, existe un universo importante de empresas que cuentan con una escala de operaciones suficiente como para ingresar al mercado de capitales vía la emisión de instrumentos de deuda y/o capital³¹. Asimismo, es importante tomar en cuenta que el ritmo de emisiones de instrumentos de deuda se ha visto limitado por la facilidad de dichas empresas para acceder al financiamiento bancario, dada la liquidez y la disposición de otorgar préstamos de la banca.

31 Ver Recuadro 6, en la sección Mercado de Capitales.

RECUADRO 3
¿SE HA REDUCIDO LA EXPOSICIÓN DE LAS EMPRESAS AL EFECTO HOJA DE BALANCE?³²

En Perú, la crisis financiera de fines de los 90 conllevó una fuerte recesión y ocasionó la quiebra de muchas empresas de los sectores real y financiero. Diversos investigadores señalaron al efecto combinado de la dolarización de la deuda con las fuertes depreciaciones de la moneda doméstica como uno de los principales fenómenos que exacerbaron dicha crisis, efecto que se conoce como “efecto hoja de balance”. El objetivo de este recuadro es evaluar la importancia del efecto hoja de balance en la economía peruana y determinar si la exposición de las empresas del sector real a este efecto se ha reducido en los últimos años. Para ello, se utiliza el siguiente modelo:

$$\frac{I_{i,t}}{ACT_{i,t-1}} = c + \gamma \frac{D_{i,t-1}^*}{PAS_{i,t-1}} \times \Delta e_t + \delta_1 \frac{D_{i,t-1}^*}{PAS_{i,t-1}} + \delta_2 \Delta e_t + X_{i,t-j} \Gamma + u_{i,t} \quad (1)$$

La ecuación (1) es la especificación de un modelo de inversión bajo la estructura de datos de panel. La variable dependiente es el flujo de inversión $I_{i,t}$ de la empresa i en el periodo t normalizado por el total de activos $ACT_{i,t-1}$ del periodo anterior. Dado que el objetivo final es evaluar cómo las empresas modifican sus decisiones de inversión cuando varía el tipo de cambio, el parámetro relevante en la ecuación (1) es el coeficiente γ del término de interacción entre la dolarización de la deuda y la variación del tipo de cambio real, denotado por $D_{i,t-1}^*/PAS_{i,t-1} \times \Delta e_t$ (donde: $D_{i,t-1}^*$ es la deuda en dólares; $PAS_{i,t-1}$ es el total de pasivos; y, Δe_t es la variación del tipo de cambio real). En ese sentido, γ mide el efecto hoja de balance por las razones que se explican a continuación.

Un primer caso es cuando las empresas mantienen una posición de cambio negativa (pasivos en dólares > activos en dólares) y el tipo de cambio se incrementa, por lo que la depreciación reduce el patrimonio de las empresas y el flujo esperado de ingresos, lo que a su vez incrementa la prima de financiamiento de la deuda y reduce la inversión; lo que se denomina “efecto patrimonio” y es negativo. Al mismo tiempo, la depreciación reduce el precio relativo de los bienes exportables, lo que incrementa la inversión; esto es llamado “efecto competitividad” y es positivo. Así, el efecto hoja de balance (suma del efecto patrimonio y del efecto competitividad) en las empresas con una posición de cambio negativa puede ser positivo, negativo o neutral; dependiendo de cuál de ambos efectos predomine.

Un segundo caso es cuando las empresas mantienen una posición de cambio positiva (activos en dólares > pasivos en dólares). En este caso, una depreciación producirá tanto un efecto patrimonio como un efecto competitividad positivos, lo que impactará favorablemente sobre las decisiones de inversión de las empresas. Inversamente, una apreciación impactará negativamente en las decisiones de inversión de estas empresas.

Dado que una apreciación cambiaria produce un efecto hoja de balance en las empresas con una posición de cambio positiva, surge la interrogante si es adecuado que las empresas mantengan una posición de cambio positiva. Definitivamente no, porque si bien una depreciación

32 Ver DT N° 2011-23: Decisiones de Inversión en Empresas con Dolarización Financiera en www.bcrp.gob.pe.





produce un efecto hoja de balance positivo, una apreciación tendrá el efecto contrario sobre la inversión y, como muestra la realidad, la economía está expuesta a ambos tipos de choques sobre el tipo de cambio: depreciación y apreciación.

Desde un punto de vista econométrico, el efecto neto (suma del efecto patrimonio más el efecto competitividad) de una depreciación sobre las decisiones de inversión de las empresas con una posición de cambio positiva o negativa es medido por el coeficiente γ del término de interacción entre la dolarización de la deuda y la depreciación del tipo de cambio real; por ello, se dice que γ mide el efecto hoja de balance. Además, para evitar problemas de especificación que induzcan a una interpretación inadecuada de γ como el efecto hoja de balance, en la ecuación (1) se incluye la dolarización de la deuda ($D_{i,t-1}^*/PAS_{i,t-1}$) y la variación del tipo de cambio real (Δe_t).

Adicionalmente, en la matriz $X_{i,t-j}$ se incluye variables tales como el crecimiento real de las ventas y del capital de trabajo, para reducir el sesgo de sobreestimación del coeficiente producto de la relación entre las oportunidades de crecimiento, la inversión y la estructura de financiamiento; así como el flujo de caja y el tamaño de las empresas.

En la estimación, se utiliza información financiera de 80 empresas, para el periodo 1998-2010. El modelo (1) se ha estimado por cinco métodos (*pooling*, efectos fijos, efectos aleatorios, GMM-Diferencia y GMM-Sistema), para evaluar si los resultados son sensibles al método de estimación. La Tabla 1 presenta el coeficiente estimado del efecto hoja de balance ($\hat{\gamma}$):

Tabla 1
COEFICIENTE ESTIMADO DEL EFECTO HOJA DE BALANCE $\hat{\gamma}$

	Pooling	Efectos fijos	Efectos aleatorios	Método Generalizado de Momentos (Diferencia)	Método Generalizado de Momentos (Sistema)
$\frac{D_{t-1}^*}{PAS_{t-1}} \times \Delta e_t$	-0.002111** [0.001015]	-0.002751** [0.001096]	-0.002427** [0.001167]	-0.002696* [0.000747]	-0.001531* [0.00028]

Sólo se presenta el coeficiente estimado del término de interacción entre la deuda en dólares y la variación del tipo de cambio. Entre corchetes se presentan los errores estándar robustos a heterocedasticidad. (*) denota significancia estadística al 99% de confianza, (**) al 95%; y (***) al 90%.

Se estima un coeficiente del efecto hoja de balance negativo y estadísticamente significativo $\hat{\gamma} < 0$; además, este resultado no es sensible al método de estimación. Es decir, durante el periodo de análisis, un incremento del tipo de cambio ha impactado negativamente sobre las decisiones de inversión de las empresas con dolarización financiera. Dado que una depreciación produce un efecto hoja de balance negativo sólo en empresas con una posición de cambio negativa, los resultados sugieren que la mayor parte de empresas de la muestra ha mantenido una posición de cambio negativa.

Por otro lado, dado que la situación financiera de las empresas está en continuo cambio, en particular sus niveles de dolarización de activos y pasivos, los resultados del modelo lineal no permiten evaluar si la vulnerabilidad de las empresas a las variaciones del tipo de cambio se ha reducido en los últimos años. Cabe recordar que los resultados corresponden al promedio de la muestra en el periodo analizado.

Anteriormente, se mostró que el efecto neto de la depreciación del tipo de cambio sobre la inversión depende, en última instancia, de si la empresa mantiene una posición de cambio negativa o positiva. A partir de ello, se construye el siguiente modelo umbral de inversión:

$$\frac{I_{i,t}}{ACT_{i,t-1}} = \begin{cases} c + \gamma^1 \frac{D_{i,t-1}^*}{PAS_{i,t-1}} \times \Delta e_t + \delta_1^1 \frac{D_{i,t-1}^*}{PAS_{i,t-1}} + \delta_2^1 \Delta e_t + X_{i,t-j} \Gamma_1 + u_{i,t}, & Des_{i,t} \leq -\lambda^1 \\ c + \gamma^2 \frac{D_{i,t-1}^*}{PAS_{i,t-1}} \times \Delta e_t + \delta_1^2 \frac{D_{i,t-1}^*}{PAS_{i,t-1}} + \delta_2^2 \Delta e_t + X_{i,t-j} \Gamma_1 + u_{i,t}, & -\lambda^1 < Des_{i,t} \leq \lambda^2 \\ c + \gamma^3 \frac{D_{i,t-1}^*}{PAS_{i,t-1}} \times \Delta e_t + \delta_1^3 \frac{D_{i,t-1}^*}{PAS_{i,t-1}} + \delta_2^3 \Delta e_t + X_{i,t-j} \Gamma_1 + u_{i,t}, & \lambda^2 < Des_{i,t} \end{cases} \quad (2)$$

Las variables en la ecuación (2) son las mismas que las del modelo lineal de la ecuación (1). Sin embargo, en este modelo, el coeficiente del efecto hoja de balance γ y los de las variables de control dependen tanto del signo de la posición de cambio como de su magnitud.

El modelo umbral opera de la siguiente manera. El modelo umbral divide la muestra de empresas en tres grupos, de acuerdo a si su ratio de descalce, $Des_{i,t}$, es mayor o menor a cierto valor umbral λ . Este ratio es definido de la siguiente manera:

$$\text{Ratio de descalce} = Des_{i,t} = (\text{Activos en dólares} - \text{Pasivos en dólares}) / \text{Total de activos}$$

Dado que el ratio de descalce puede ser positivo o negativo, el modelo estima dos valores umbral: uno negativo ($-\lambda^1$) y otro positivo (λ^2). Luego, la muestra de empresas es dividida en tres grupos:

- i. Empresas con alto ratio de descalce negativo. Así, una empresa se clasifica en este grupo si su ratio de descalce es más negativo que $-\lambda^1$. En este grupo de empresas, el coeficiente del efecto hoja de balance es medido por γ^1 .
- ii. Empresas con bajos ratios de descalce, sean estos positivos o negativos. Así, las empresas con ratios de descalce entre $-\lambda^1$ y λ^2 pertenecerán a este grupo. El efecto hoja de balance es medido por γ^2 .
- iii. Empresas con alto ratio de descalce positivo. A este grupo pertenecen las empresas con un ratio de descalce positivo mayor a λ^2 . El efecto hoja de balance es medido por γ^3 .

Finalmente, en cada grupo de empresas se estima el modelo de la ecuación (1). Cabe mencionar que si bien el modelo de la ecuación (2) considera la existencia de 3 grupos de empresas, donde el efecto hoja de balance es diferente; el número de grupos es determinado empíricamente, de acuerdo a los datos de la muestra.

El modelo encuentra estadísticamente la existencia de 3 valores umbral (-10,4%; 4,3% y 26,2%) que dividen la muestra de empresas en 4 grupos. Los coeficientes estimados del efecto hoja de balance en cada grupo se muestran en la Tabla 2.





Tabla 2
COEFICIENTE $\hat{\gamma}$ EN CADA GRUPO DE EMPRESAS

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4
	$Des_{i,t} \leq -10,4$	$-10,4 < Des_{i,t} \leq 4,3$	$4,3 < Des_{i,t} \leq 26,2$	$26,2 < Des_{i,t}$
$\frac{D^*_{t-1}}{PAS_{t-1}} \times \Delta e_t$	-0.002051* [0.000604]	-0.012039 [0.007555]	-0.065378*** [0.036659]	0.000913*** [0.000738]

Sólo se reporta el coeficiente del efecto hoja de balance. Entre corchetes se presentan los errores estándar robustos a heterocedasticidad. Un (*) denota significancia estadística al 99% de confianza; (**), al 95%; y (***), al 90%.

Se encuentra que las empresas del grupo 1 enfrentan un efecto hoja de balance negativo ($\gamma^1 = -0.002$) ante una depreciación. En las empresas del grupo 2 el coeficiente del efecto hoja de balance es estadísticamente no significativo. Las empresas del grupo 3 enfrentan un efecto hoja de balance negativo. Finalmente, las empresas del grupo 4 enfrentan un efecto hoja de balance positivo; es decir, luego de una depreciación (apreciación) este grupo de empresas incrementa (reduce) su inversión.

Estos resultados permiten evaluar si la exposición de las empresas a las variaciones del tipo de cambio se ha reducido. En la Tabla 3, se muestra la distribución de empresas en cada grupo. En 1998, el 60% de empresas estuvieron expuestas a un efecto hoja de balance negativo y sólo un 2,5% presentaron un efecto hoja de balance positivo. En contraste, en 2010, el porcentaje de empresas expuestas a un efecto hoja de balance negativo se redujo a 46% y aumentó la proporción de empresas con un efecto positivo (grupo 4) y con uno no significativo (grupo 2).

Tabla 3
DISTRIBUCIÓN DE EMPRESAS EN CADA RÉGIMEN

	1998	1999	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Grupo 1	50,0	52,5	42,5	45,0	33,8	32,5	46,3	37,5	32,5
Grupo 2	37,5	32,5	37,5	35,0	38,8	45,0	38,8	45,0	46,3
Grupo 3	10,0	10,0	12,5	10,0	16,3	13,8	10,0	10,0	13,8
Grupo 4	2,5	5,0	7,5	10,0	11,3	8,8	5,0	7,5	7,5

Los resultados evidencian que la exposición de las empresas al efecto hoja de balance negativo se ha reducido en los últimos años, aunque la proporción de empresas expuestas a este efecto es aún elevada. En ese sentido, ello respalda las acciones del Banco Central para reducir la volatilidad del tipo de cambio y, por ende, su efecto sobre el balance de las empresas del sector real, así como para continuar con la solarización e impulsar medidas macroprudenciales que apunten a ese objetivo. Ello remarca la importancia del desarrollo de un mercado de cobertura cambiaria.

II. MERCADOS FINANCIEROS

II.1 Sistema Financiero³³

27. **El total de activos del sistema financiero sumó S/. 252 mil millones.** La banca mantiene su hegemonía en el sistema al sumar S/. 205 mil millones en activos y registró una participación de 83,5% y 85,8% en los créditos y en los depósitos del sistema financiero, respectivamente. Finalmente, el número de entidades financieras se incrementó en una unidad al incorporarse una caja rural en el mercado.

Cuadro 2.1
ACTIVOS FINANCIEROS Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO
(A marzo de 2012, Miles de Millones de S/.)

	Activos	Participación (%)			Número de Entidades
		Activos	Créditos	Depósitos	
Total	252,3	100,0	100,0	100,0	60
1. Bancos	204,7	81,2	83,5	85,8	15
2. No Bancarias	25,6	10,1	13,1	9,7	44
- Financieras	8,9	3,5	4,6	2,3	10
- Cajas Municipales	12,6	5,0	6,6	6,1	13
- Cajas Rurales	2,8	1,1	1,3	1,3	11
- Edpymes	1,3	0,5	0,7	0,0	10
3. Banco de la Nación	22,0	8,7	3,4	4,5	1

Fuente: Balances de Comprobación.

En términos de inclusión financiera, entendida como el acceso y uso sostenido de los servicios financieros por parte del público, Perú se encuentra dentro del promedio en los indicadores de profundidad y rezagado en los indicadores de acceso a los servicios financieros (ver Recuadro 4).

33 Comprende Bancos, Financieras, Cajas Municipales (CM), Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC), Edpymes y el Banco de la Nación. Las entidades no bancarias comprende las Financieras, CM, CRAC y Edpymes. No se incluye en el análisis a las empresas de arrendamiento financiero; las empresas afianzadoras y de garantías; las empresas de servicios fiduciarios; las empresas administradoras hipotecarias; los almacenes generales de depósito; las empresas de transferencias de fondos; las cooperativas; y las entidades estatales como COFIDE; Agrobanco y el Fondo Mivivienda.





RECUADRO 4 INDICADORES COMPARATIVOS DE INCLUSIÓN FINANCIERA

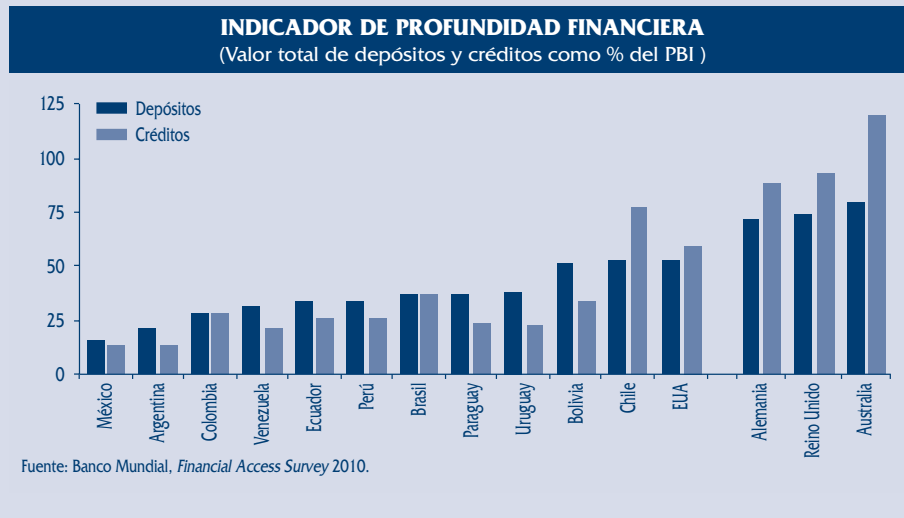
Para fines de medición, la inclusión financiera puede ser entendida como el acceso y uso sostenido, por parte de la población, de los servicios financieros tanto de intermediación como transaccionales o de pago. Dicho acceso y uso está relacionado con la capacidad del sistema financiero para proveer tales servicios.

La inclusión financiera tiene un impacto económico favorable para las familias de escasos recursos porque les permite, entre otros, disminuir la exposición al riesgo por guardar su dinero de manera precaria y evitar la movilización de dinero en efectivo, lo que es costoso y además riesgoso, lo que adquiere mayor relevancia cuando se trata de personas ubicadas en zonas distantes o de difícil acceso.

La inclusión financiera puede medirse considerando dos tipos de indicadores³⁴:

1. *Indicadores de profundidad financiera*, que consideran el peso relativo de algunas variables financieras agregadas respecto al total de la economía.
2. *Indicadores de acceso o alcance de los servicios financieros*, que consideran las facilidades de acceso, el grado de uso y la profundidad del uso de los servicios financieros.

Al respecto, el nivel de profundidad del sistema financiero peruano, medido por la relación depósitos/PBI, es de 33%, mientras que la relación créditos/PBI alcanza 25%³⁵. Dichos indicadores nos ubican alrededor del promedio regional; sin embargo, se comparan con los de economías desarrolladas, existiría un gran potencial de crecimiento.



34 Banco Mundial, *Financial Access Survey 2010*. Se considera la información de bancos, instituciones financieras estatales, instituciones de microfinanzas y cooperativas de ahorro y crédito de cada país. Para el caso peruano, los datos fueron proporcionados por la SBS.

35 Idem. El ratio de crédito al sector privado de las sociedades de depósito sobre PBI fue de 29,4% al cierre de 2010 (Fuente: BCRP).

Con respecto a los indicadores de acceso a los servicios financieros en el Perú, éstos muestran un retraso respecto a otras economías latinoamericanas. Si bien nos encontramos ligeramente por debajo del promedio regional respecto del número de oficinas, medido por cada 100 mil habitantes adultos, nuestra posición respecto del número de cajeros automáticos y puntos de atención (POS) se encuentra dentro de los últimos de la región.

Tabla 1
INDICADORES DE ALCANCE DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS X 100 MIL HABITANTES

País	Ecu.	Uru.	Arg.	Bol.	Perú	Col.	Bra.	Mex.	Chi.	RU	Aus.	EUA	Ale.
Oficinas	3,00	12,98	13,21	14,13	14,81	15,09	17,29	18,05	19,05	20,74	38,65	49,38	53,05
Caj. Aut.	12,80	30,59	36,85	17,53	22,26	29,56	112,06	44,80	58,74	122,84	156,69	175,69	112,18
POS	n.d.	272,76	n.d.	n.d.	53,96	441,06	2 247,41	592,14	486,07	2 330,70	4 039,64	n.d.	836,53

Fuente: Banco Mundial, *Financial Access Survey 2010*.

Si se mide el alcance en términos de puntos de atención (oficinas, cajeros automáticos y POS) por 100 mil kilómetros, nuestra posición es una de las más bajas de la región, dificultando el acceso a los servicios financieros a las personas ubicadas en zonas alejadas del país.

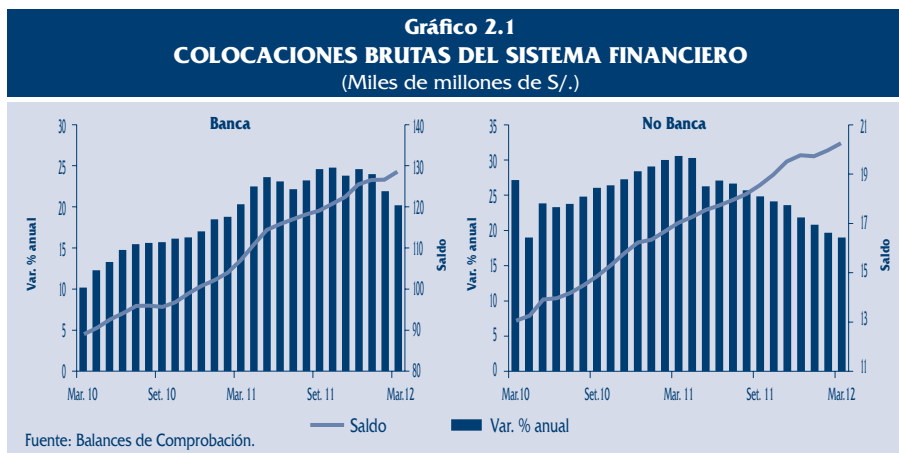
INDICADOR DE ALCANCE DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS
(Puntos de atención por cada 100 mil Km²)



Fuente: Banco Mundial, *Financial Access Survey 2010*.

28. Las colocaciones en el sistema financiero se mantuvieron dinámicas en los últimos seis meses, aunque se registró una leve desaceleración con respecto al semestre anterior. La banca mostró una desaceleración de sus créditos, de un incremento de 8,0% en el último semestre versus uno de 11,3% en el semestre anterior; mientras que las entidades no bancarias mantuvieron el ritmo de crecimiento en el mismo periodo, en alrededor de 9,0%.





29. **En el análisis por moneda, durante el último semestre el ritmo de crecimiento de las colocaciones, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, se desaceleró, por lo que el ratio de dolarización de las colocaciones se mantuvo estable.** Como señalamos en el REF anterior, es importante que las personas que toman créditos en moneda extranjera tengan en cuenta que están asumiendo un riesgo cambiario que se puede materializar en caso el tipo de cambio se incremente abruptamente.

Cuadro 2.2
COLOCACIONES BRUTAS DEL SISTEMA FINANCIERO 1/
(En millones de S/.)

	Mar.10	Mar.11	Set.11	Mar.12	Mar.12 / Mar.11	
					Flujo	Var. %
Sistema Financiero 2/	105 660	128 767	142 776	154 105	25 338	19,7
Moneda nacional	60 706	74 124	81 086	87 166	13 042	17,6
Moneda extranjera	44 954	54 643	61 690	66 939	12 296	22,5
% dolarización	42,5%	42,4%	43,2%	43,4%		
Banca	88 957	107 021	119 084	128 620	21 599	20,2
Moneda nacional	45 360	54 369	59 408	64 093	9 724	17,9
Moneda extranjera	43 597	52 652	59 676	64 527	11 875	22,6
% dolarización	49,0%	49,2%	50,1%	50,2%		
No Banca 3/	13 038	17 026	18 558	20 260	3 234	19,0
Moneda nacional	11 948	15 308	16 739	18 318	3 010	19,7
Moneda extranjera	1 091	1 718	1 819	1 943	225	13,1
% dolarización	8,4%	10,1%	9,8%	9,6%		

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2012.
2/ Sistema Financiero incluye los créditos de consumo del Banco de la Nación.
3/ No incluye el Banco de la Nación.
Fuente: Balances de Comprobación.

Dado lo anterior, es importante que las entidades financieras promuevan que las personas tomen créditos de acuerdo a la moneda en que reciben sus ingresos. Asimismo, la tasa de interés de los créditos debe generar los incentivos adecuados para que se alcance dicho objetivo y que refleje, paralelamente, los diferentes riesgos asociados a los préstamos en moneda extranjera.

30. Los depósitos en el sistema financiero mostraron una aceleración en el último semestre, principalmente en moneda nacional, tanto en la banca como en las entidades no bancarias. Ello ha ido acorde con la recuperación de la actividad económica doméstica y con las expectativas apreciatorias de la moneda nacional. La tasa de crecimiento de los depósitos en la banca en el último semestre fue 10,1% (versus 4,2% en el semestre anterior) y el de las entidades no bancarias 16,2% (versus 10,1% el semestre anterior).



31. Por tipo de moneda, durante el último semestre la evolución de los depósitos en el sistema financiero estuvo liderada por los denominados en moneda nacional. La tasa de crecimiento de los depósitos en moneda nacional en el último semestre fue 14,3% (versus 5,1% en el semestre anterior) y el de moneda extranjera fue 5,0% (versus 4,6% el semestre anterior).

Cuadro 2.3
DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/
(En millones de S/.)

	Mar.10	Mar.11	Set.11	Mar.12	Mar.12 / Mar.11	
					Flujo	Var. %
Sistema Financiero 2/	113 116	135 179	141 784	156 635	21 456	15,9
Moneda nacional	63 398	79 265	83 283	95 226	15 961	20,1
Moneda extranjera	49 718	55 913	58 501	61 409	5 496	9,8
% dolarización	44,0%	41,4%	41,3%	39,2%		
Banca	98 970	117 113	122 076	134 402	17 289	14,8
Moneda nacional	51 332	63 297	65 847	75 405	12 108	19,1
Moneda extranjera	47 638	53 816	56 229	58 997	5 181	9,6
% dolarización	48,1%	46,0%	46,1%	43,9%		
No Banca 3/	8 865	11 880	13 078	15 192	3 312	27,9
Moneda nacional	7 272	10 165	11 330	13 304	3 138	30,9
Moneda extranjera	1 593	1 715	1 748	1 889	174	10,1
% dolarización	18,0%	14,4%	13,4%	12,4%		

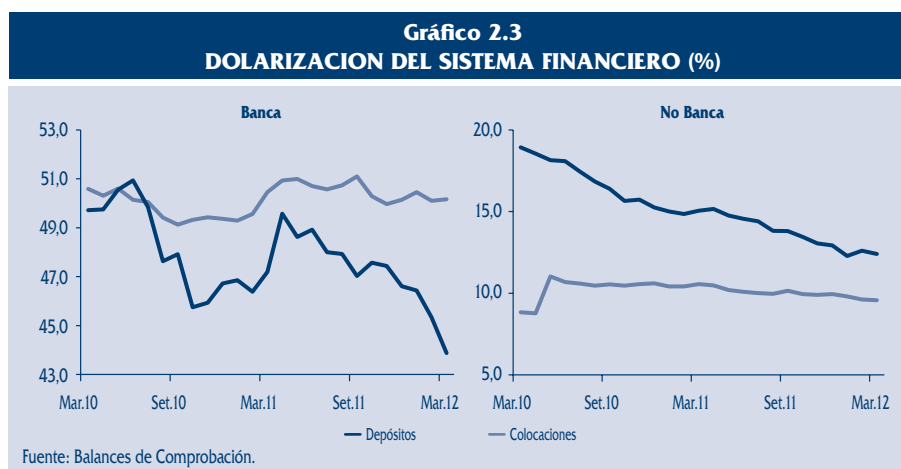
1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2012.
2/ Sistema Financiero incluye los depósitos del sector privado en el Banco de la Nación.
3/ No incluye el Banco de la Nación.
Fuente: Balances de Comprobación.





32. La dolarización de la banca y de las entidades no bancarias mostró una disminución tanto en colocaciones como en depósitos.

En el caso de la banca, la disminución de la dolarización fue más notoria en los depósitos, que pasó de 47,0% a 43,9% en el último semestre, impulsado por las expectativas apreciatorias de la moneda local; mientras que la de las colocaciones se redujo levemente de 51,1% a 50,2% en el mismo periodo. En el caso de las entidades no bancarias, la disminución de la dolarización en el último semestre fue más moderada tanto en colocaciones como en depósitos.



Los agentes suelen tomar créditos en dólares ante una expectativa apreciatoria de la moneda local, a menos que se eleve la tasa de interés para compensar dicha expectativa, mientras que la dolarización de los depósitos disminuye debido a la mayor tasa de rendimiento de los depósitos en moneda local aunada a una caída del tipo de cambio. El primer caso es el que reviste mayor preocupación puesto que un incremento abrupto del tipo de cambio puede tener consecuencias negativas en la calidad de cartera de las entidades financieras ya que hay un riesgo cambiario crediticio latente para aquellos créditos otorgados en moneda extranjera a deudores que perciben ingresos en moneda nacional.

33. Los adeudados con el exterior se incrementaron en US\$ 865 millones en el último semestre, explicado por los de largo plazo (US\$ 879 millones), compensado levemente por una caída en los adeudados de corto plazo (US\$ 15 millones). La banca lideró este proceso, principalmente por el incremento de los adeudados con el exterior de largo plazo. Cabe señalar que en el caso de la banca, la participación de los adeudados con el exterior de corto plazo se ha mantenido estable al pasar de 17,4%, hace un año, a 18,9% actualmente.



34. En los últimos seis meses, el grado de concentración ³⁶ de las colocaciones disminuyó, mientras que el de los depósitos aumentó, en ambos casos de manera leve. La disminución de la concentración en las colocaciones se observó en los créditos a grandes empresas, a pequeñas empresas e hipotecarios, con la particularidad de que los créditos a grandes empresas e hipotecarios se encuentran aún en el rango que se considera como concentrado.

Cuadro 2.4
ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN POR TIPO DE CRÉDITO Y DEPÓSITO 1/

	Mar.10	Mar.11	Set.11	Mar.12
Colocaciones	1 594	1 551	1 580	1 566
Empresas	1 745	1 671	1 700	1 671
- Corporativos	n.a.	2 778	2 701	2 773
- Grandes	n.a.	2 437	2 587	2 459
- Medianas	n.a.	2 051	2 101	2 130
- Pequeñas	n.a.	985	999	995
- Microempresa	n.a.	587	607	612
Hogares	1 386	1 401	1 430	1 455
- Consumo	1 061	1 035	1 065	1 103
- Hipotecario	2 328	2 335	2 324	2 321
Depósitos	1 845	1 768	1 712	1 747
Vista	2 618	2 484	2 453	2 563
Ahorro	2 403	2 324	2 250	2 319
Plazo	1 337	1 251	1 209	1 222

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

Fuente: Balances de Comprobación.

36 La concentración en un mercado hace referencia a la acumulación de la participación de las empresas en el total de producción en dicho mercado. Si un mercado está muy concentrado, implica que hay pocas empresas que tienen una gran participación en el total de producción, lo cual podría tener repercusiones en el precio de dicho mercado. En este reporte sólo se muestra el índice de concentración y no se hace inferencia alguna sobre sus efectos en el precio, en este caso, la tasa de interés.

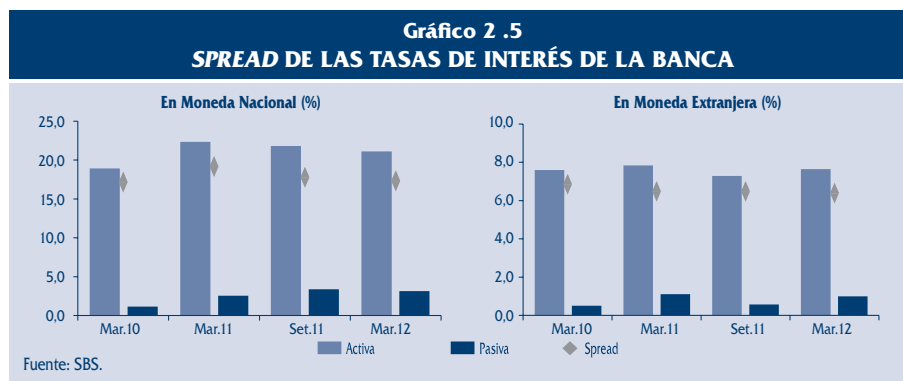




En el caso de los depósitos, la concentración aumentó en todos los tipos de depósitos, principalmente los depósitos a la vista y en menor medida los depósitos a plazo. Los depósitos a plazo presentan un menor grado de concentración, lo cual estaría reflejando la mayor competencia que hay en este segmento debido principalmente a la participación de las entidades no bancarias en la captación de los depósitos por compensación por tiempo de servicios (CTS).

35. **El *spread*³⁷ de las tasas de interés activas y pasivas de la banca³⁸ mostraron una tendencia estable.** Como se observa en el Gráfico 2.5, el *spread* en ambas monedas disminuyó en los últimos seis meses. En el caso de moneda nacional el *spread* disminuyó 0,5 puntos porcentuales, debido a una mayor caída de las tasas activas con respecto a las pasivas, mientras que en el caso del *spread* de las tasas en moneda extranjera se explicó por un mayor incremento de las tasas pasivas con respecto a las activas.

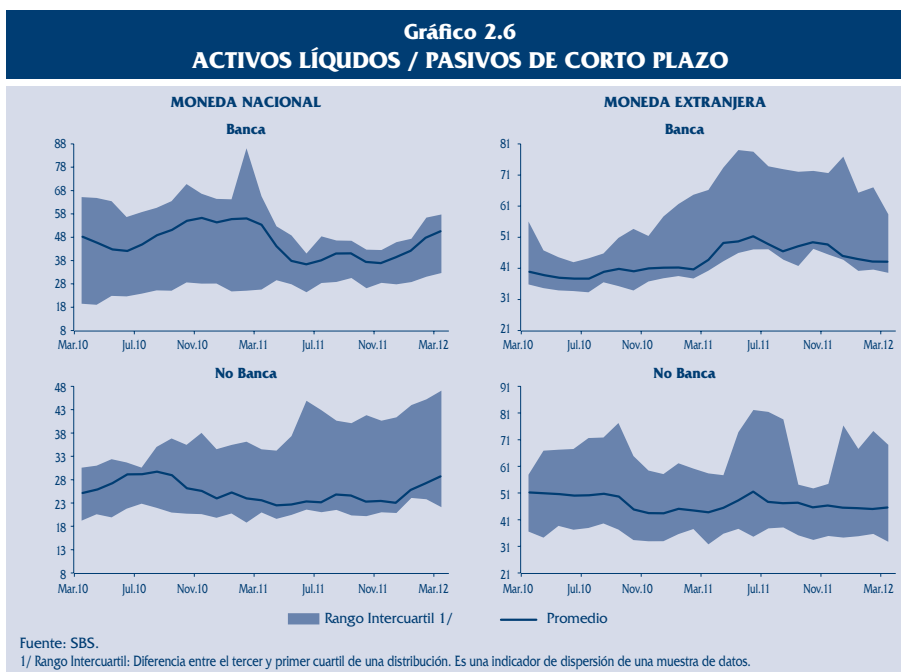
La evolución de los *spreads* en moneda nacional se explica por la mayor liquidez en dicha moneda, mientras que en moneda extranjera se puede explicar por una mayor competencia para captar depósitos en dólares ante la mayor demanda de créditos en esta moneda con respecto a la de moneda nacional.



36. **La liquidez en moneda nacional y en moneda extranjera mantuvo una evolución estable en los últimos seis meses, tanto en la banca como en las entidades no bancarias, mostrando niveles holgados de cobertura para las obligaciones de corto plazo.** Las expectativas de tipo de cambio influyeron en la composición de la liquidez por moneda. Así, el incremento de los activos líquidos en moneda nacional estuvo acorde con la disminución del tipo de cambio.

37 Diferencia entre la tasa de interés activa y la tasa de interés pasiva.

38 Las tasas activas en moneda nacional y en moneda extranjera son la FTAMN y la FTAMEX de fin de periodo, respectivamente, las cuales representan la tasa activa promedio de mercado de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles. En el caso de las tasas pasivas, se toma en cuenta la FTIPMN y FTIPMEX de fin de periodo para las operaciones en moneda nacional y extranjera, respectivamente, las cuales representan la tasa pasiva promedio de mercado de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.



37. La exposición patrimonial al riesgo de crédito (cartera morosa neta de provisiones específicas / patrimonio) del sistema financiero disminuyó en los últimos seis meses. La mejora de este indicador estuvo liderada por la banca, en la cual disminuyó de 3,78% a 3,63%, en comparación con el leve incremento en las entidades no bancarias de 5,11% a 5,22%. Esto se reflejó también en la evolución del ratio de cartera morosa / colocaciones brutas y en el de provisiones específicas / cartera morosa.

Cuadro 2.5
INDICADORES DE RIESGO DE CRÉDITO
(En porcentaje)

		Banca	No Banca	Sistema
Cartera Morosa Neta de Provisiones Específicas / Patrimonio 1/	Mar-10	5,09	5,82	5,21
	Mar-11	4,16	5,00	4,29
	Set-11	3,78	5,11	3,99
	Mar-12	3,63	5,22	3,89
Cartera Pesada / Colocaciones Brutas 2/	Mar-10	1,78	5,28	2,21
	Mar-11	1,56	4,71	1,99
	Set-11	1,57	4,96	2,02
	Mar-12	1,65	4,79	2,07
Cartera Morosa / Colocaciones Brutas	Mar-10	3,04	7,08	3,55
	Mar-11	2,66	6,38	3,16
	Set-11	2,58	6,50	3,10
	Mar-12	2,61	6,30	3,11
Provisiones Específicas / Cartera Morosa	Mar-10	74,36	84,04	76,77
	Mar-11	76,88	85,72	79,29
	Set-11	78,08	85,54	80,16
	Mar-12	79,33	84,90	80,86

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

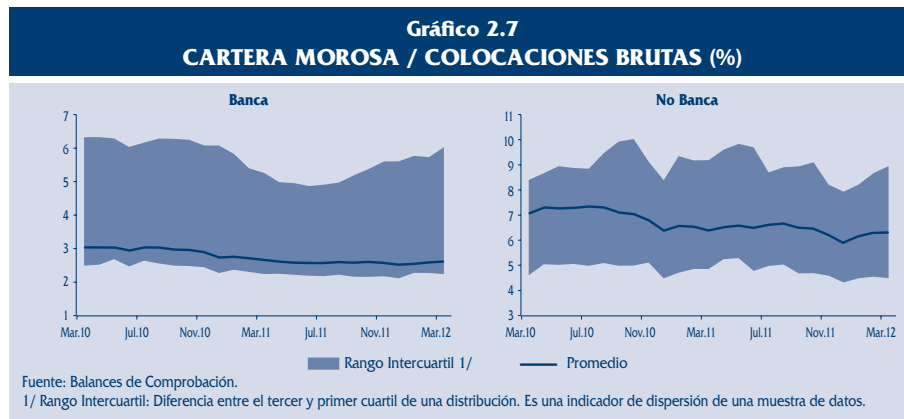
2/ La cartera pesada es el agregado de la cartera vencida y en cobranza judicial.

Fuente: Balances de Comprobación.



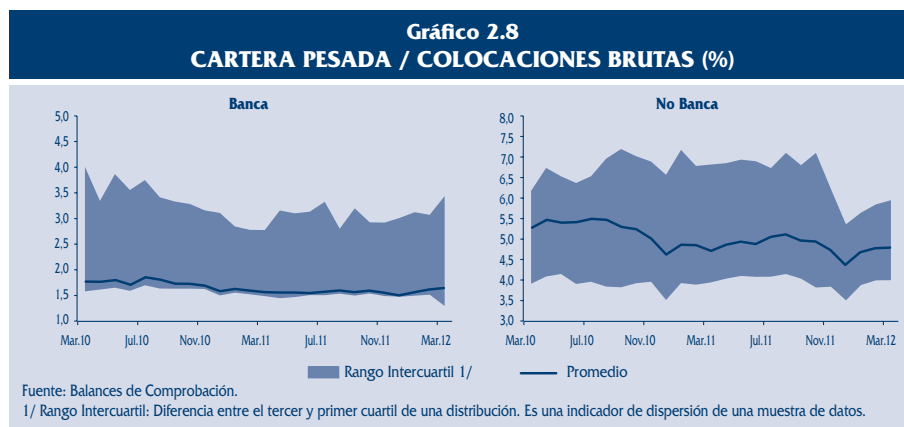


38. El ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas mostró una tendencia estable durante el último semestre. Tanto en la banca como en las entidades no bancarias, el indicador promedio no sufrió alteración significativa: en la banca, el indicador pasó de 2,58% a 2,61%, mientras que en las entidades no bancarias pasó de 6,50% a 6,30%. A nivel de entidades, se observa que la dispersión en los bancos es mayor debido a que el promedio refleja el peso de los 3 bancos más grandes, por lo que hay muchos valores por encima de la media; mientras que en las entidades no bancarias se observa una distribución más uniforme con respecto al promedio.

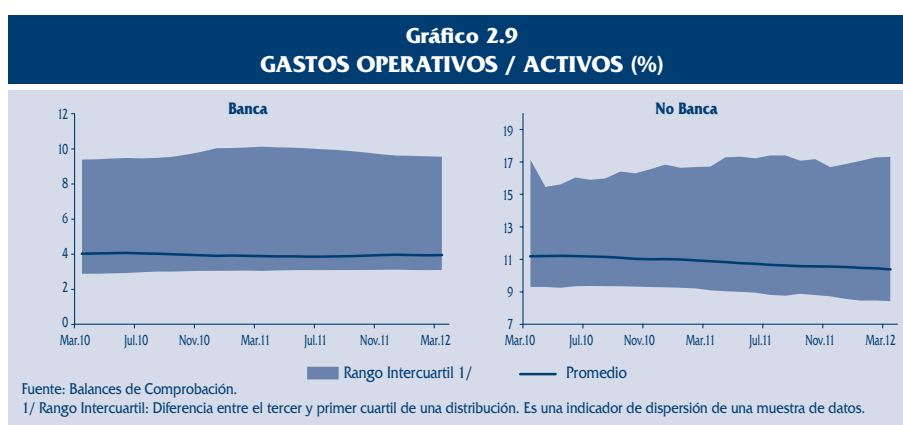


Cabe mencionar que la diferencia observada entre ambos tipos de instituciones se debe a la especialización de cada una de ellas. Específicamente, las entidades no bancarias concentran su negocio en los créditos a microempresa, pequeñas empresas y créditos de consumo, y tienen por tanto un nivel de morosidad similar entre ellas.

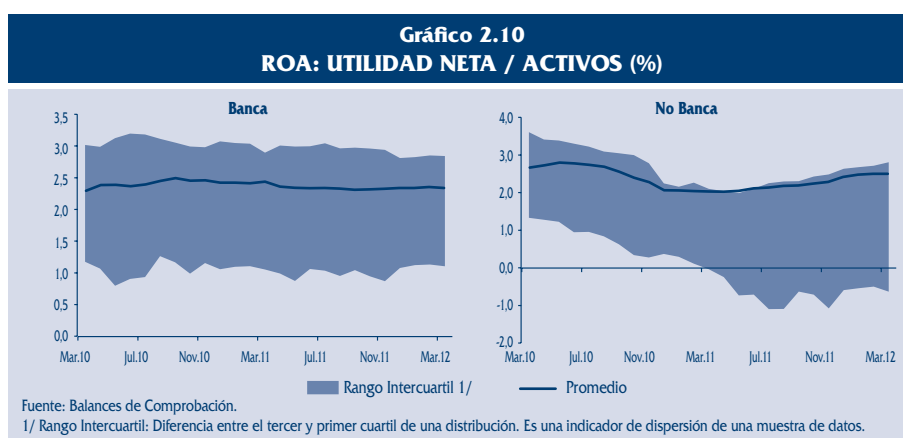
39. El ratio de cartera pesada sobre colocaciones brutas mostró una tendencia similar al de cartera morosa. Los bancos incrementaron el ratio apenas en 0,08 puntos porcentuales en los últimos seis meses, mientras que las entidades no bancarias disminuyeron en 0,17 puntos porcentuales. Al igual que en el caso de cartera morosa, el nivel de cartera pesada es mayor en las entidades no bancarias que en los bancos.



40. El ratio de gastos operativos sobre activos mostró una tendencia estable durante el último semestre, tanto en la banca como en las entidades no bancarias. La banca mostró un leve incremento de 3,92% a 3,95%, mientras que las entidades no bancarias mostraron una disminución de 10,59% a 10,42%. El elevado nivel del ratio en las entidades no bancarias responde a los segmentos en que operan (consumo y microempresa) que origina un elevado número de deudores, gran parte de los cuales tiene poco historial crediticio, lo que ocasiona mayores gastos operativos en comparación con los de la banca.



41. La rentabilidad sobre el activo, medida a través del ROA (utilidad neta anual / activos promedio), se mantuvo estable en los últimos seis meses en la banca y aumentó en las entidades no bancarias. El ROA de la banca pasó de 2,30% a 2,33%, y el de las entidades no bancarias, de 2,18% a 2,50%. Sin embargo, el gráfico refleja que algunas entidades no bancarias muestran valores negativos (pérdidas) desde febrero de 2011.

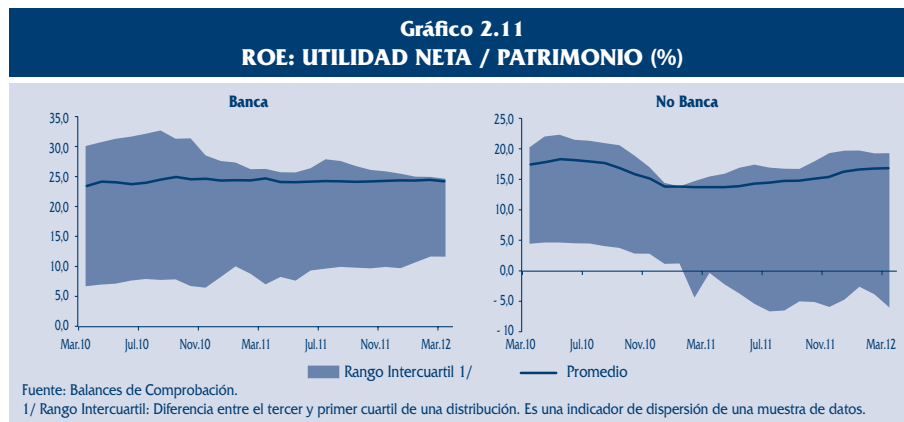


Es importante señalar que las entidades no bancarias que han venido mostrando una rentabilidad negativa vienen tomando acciones para fortalecer su patrimonio y así su situación financiera.

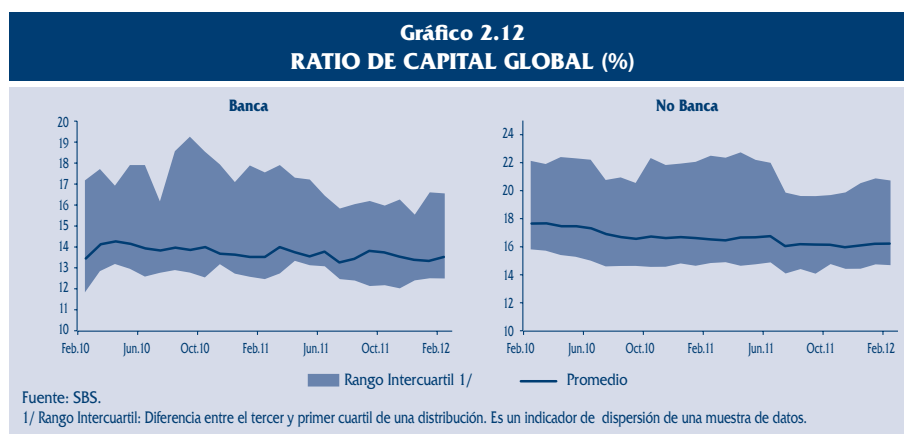




42. **La rentabilidad sobre el patrimonio, medida a través del ROE (utilidad neta anual / patrimonio promedio), de la banca y de las entidades no bancarias mostró una evolución similar a la del ROA en los últimos seis meses.** El ROE de la banca aumentó levemente, de 24,10% a 24,21%, y el de las entidades no bancarias se elevó, en promedio, de 14,74% a 16,83%.



43. **El ratio de capital global³⁹ del sistema financiero se mantuvo en niveles adecuados, tanto en la banca como en las entidades no bancarias.** Desde julio de 2011, el requerimiento mínimo de patrimonio efectivo sobre el total de activos y contingentes ponderados por riesgo es de 10%, y como se muestra en el gráfico 2.12, ambos tipos de instituciones sobrepasan holgadamente dicho requerimiento. De marzo a agosto de este año, el ratio de capital global de la banca disminuyó de 13,82% a 13,52%, mientras que el de las entidades no bancarias aumentó levemente de 16,13% a 16,20%.



39 El Ratio de Capital Global considera el Patrimonio Efectivo como porcentaje de los activos y contingentes ponderados por riesgo totales: riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional. El artículo 199° de la Ley de Banca (Ley 26702) señala que el patrimonio efectivo (PE) de las empresas debe ser mayor o igual al 10% de los Activos y Contingentes Ponderados por Riesgo totales que corresponden a la suma de: el requerimiento de PE por riesgo de mercado multiplicado por 10, el requerimiento de PE por riesgo operacional multiplicado por 10, y los activos y contingentes ponderados por riesgo de crédito.

RECUADRO 5
BASILEA II-5 Y LOS EFECTOS DE SU IMPLEMENTACIÓN EN LOS PAÍSES EMERGENTES

El Comité de Basilea en Supervisión Bancaria publicó, en julio de 2009, una primera versión del documento “*Revisions to the Basel II market risk framework*” (previamente, publicó una versión de consulta en enero de 2009) y, posteriormente, una versión actualizada a diciembre de 2010 del mismo documento, publicada en febrero de 2011.

Estas revisiones (conocidas como Basilea II-5) surgen debido a que el anterior acuerdo de capital para riesgo de mercado⁴⁰ no capturaba algunos riesgos claves que, desde la crisis financiera internacional ocurrida a partir de mediados de 2007, fueron fuente importante de pérdidas y de un aumento del apalancamiento ocurrido en el *trading book*.

Basilea II-5 propone medidas que complementan el acuerdo vigente para riesgo de mercado del *trading book*, que se basa en el Valor en Riesgo (VaR):

- a. Un cargo incremental de capital por riesgo para posiciones sensibles al riesgo de crédito, que captura los riesgos de *default*, de concentración y de migración.
- b. Un requerimiento de capital adicional, basado en un Valor en Riesgo en condiciones de estrés (*Stressed VaR*) que utiliza data histórica de estrés financiero significativo en un período continuo de 12 meses.

El BIS esperaba que los bancos cumplan con estos requerimientos revisados, a más tardar, el 31 de diciembre de 2011⁴¹. Los países europeos han empezado a aplicar estos requerimientos a partir de enero de 2012; mientras que EE.UU. los aplicará posteriormente.

En la reunión del Grupo Consultivo Regional para las Américas del *Financial Stability Board* (FSB) desarrollada en Ciudad de México, el 2 de diciembre de 2011, el Banco de México preparó una nota que resume el contenido del Reporte sobre Temas de Estabilidad Financiera en los Mercados Emergentes y las Economías en Desarrollo (*Emerging Market and Developing Economies – EMDEs*)⁴². En este documento, se señala que el incremento de la aversión al riesgo derivado de la actual crisis de deuda soberana en Europa y los cargos de capital por riesgo incremental, que entrarán en vigencia en enero de 2012 con la aplicación de Basilea II-5, están generando una ola de desapalancamiento por parte de los bancos globales.

40 “*Amendment to the Capital Accord to incorporate market risks*”, BIS, 1996.

41 Desde el anuncio de estas revisiones y hasta la fecha de su implementación, las agencias supervisoras nacionales deberán validar y aprobar los modelos internos de los bancos para el cálculo adecuado de los cargos de capital incremental y total.

42 Este Reporte fue preparado, a solicitud de los líderes del G20, por representantes de los países miembros del FSB, así como por personal de su Secretaría, del FMI y del Banco Mundial; e incluye 5 secciones: (i) aplicación de los estándares financieros internacionales; (ii) promoción de la cooperación entre supervisores a nivel internacional (*cross-border supervisory cooperation*); (iii) expansión del perímetro regulatorio y de supervisión; (iv) gestión de los riesgos cambiarios; y, (v) desarrollo de los mercados de capitales domésticos.





En ese sentido, las medidas recomendadas por Basilea II-5 aumentarán los costos asumidos por los bancos provenientes de tomar posiciones de riesgo en su *trading book* en títulos y derivados y, por tanto, pueden promover una tendencia a deshacer dichas posiciones (desapalancamiento).

Los problemas potenciales que se podrían derivar de este posible desapalancamiento son:

- Los cargos incrementales de capital serían potencialmente altos por la elevada volatilidad histórica de los mercados emergentes. Esto afectaría a las posiciones tomadas por los bancos globales en los mercados financieros de EMDEs, independientemente de que tengan subsidiarias ahí constituidas.
- La activación de cargos de capital incrementales por el riesgo de concentración de posiciones en los mercados financieros de EMDEs. Este problema puede ser particularmente serio para aquellas subsidiarias de bancos globales que mantengan tenencias de deuda soberana doméstica en dichos mercados y que, a su vez, sean relativamente importantes para su matriz global.
- Las diferencias de criterio entre los supervisores en el tratamiento de la deuda soberana de los EMDEs.

La deuda soberana doméstica, denominada y financiada en moneda doméstica, es usualmente considerada por el supervisor del banco doméstico como un activo libre de riesgo (con factor de ponderación 0, para efecto del cálculo de los activos ponderados por riesgo). En el caso de las subsidiarias de un banco global, sus posiciones en deuda soberana doméstica (de los EMDEs) pueden ser consideradas como deuda extranjera por el supervisor en el país de origen del banco global. Este supervisor le puede requerir cargos de capital adicionales a los requeridos por el supervisor del EMDE (por ejemplo, basados en los ratings de crédito de los EMDEs, otorgados por las empresas clasificadoras de riesgo internacionales).

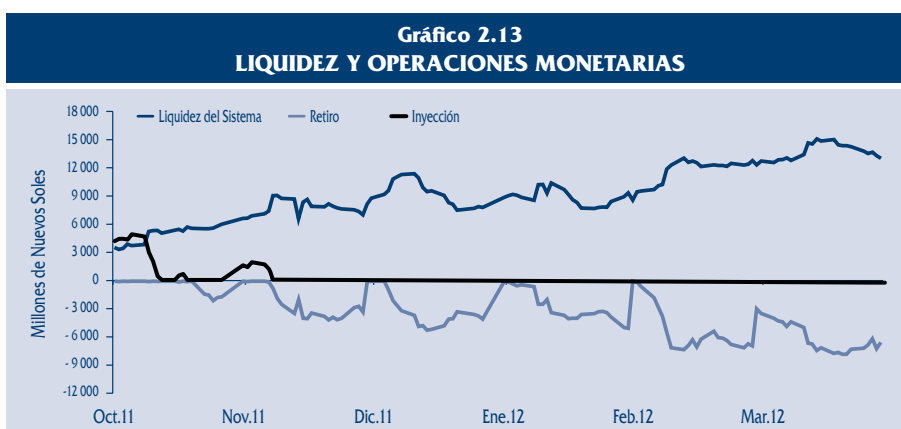
Las subsidiarias tienen que consolidar sus balances con los de sus matrices. Por lo tanto, los requerimientos de capital por deuda soberana doméstica son establecidos según los modelos internos de riesgo del banco global y la regulación de su país de origen. Estos cargos incrementales por riesgo y el tratamiento de la deuda soberana doméstica por los bancos globales podrían tener efectos adversos importantes en la profundidad y liquidez de los mercados de capitales domésticos de las EMDEs, en la medida que su liquidez frecuentemente depende de la participación activa de dichos bancos.

En ese sentido, los reguladores del país de origen podrían otorgar mayor importancia a los modelos internos de riesgo elaborados por los propios bancos globales antes que a las clasificaciones de riesgo emitidas por las agencias clasificadoras internacionales de riesgo. Es importante tener presente que dichos modelos deben recoger de manera más precisa el riesgo del EMDE.

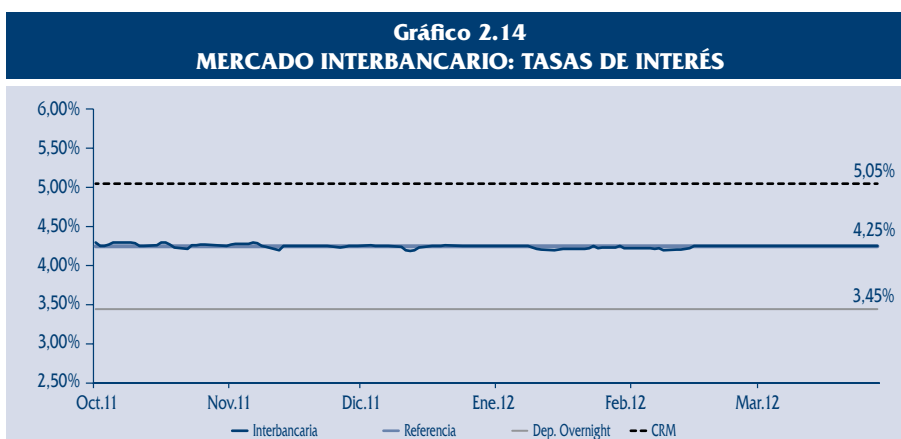
Estas preocupaciones podrían verse agravadas en caso que los supervisores del banco global consideren que la participación de éstos en el capital de sus subsidiarias (inversión permanente) deba ser incluida como parte del *trading book* del banco global y, por ende, estar sujeta a cargos incrementales de capital.

II.2 Mercado de Dinero y Cambiario

44. **La liquidez en moneda nacional del sistema financiero aumentó en los últimos dos trimestres.** Las entidades financieras mantuvieron mayores saldos en esta moneda en sus cuentas corrientes en el BCRP, debido a la disminución de sus posiciones en moneda extranjera. En este escenario, el BCRP realizó un mayor número de operaciones de retiro e inyección de fondos en comparación con los trimestres anteriores. En el período, se realizaron operaciones en el 94% de los días útiles; mientras que en el período anterior se efectuaron en el 84% de ellos.



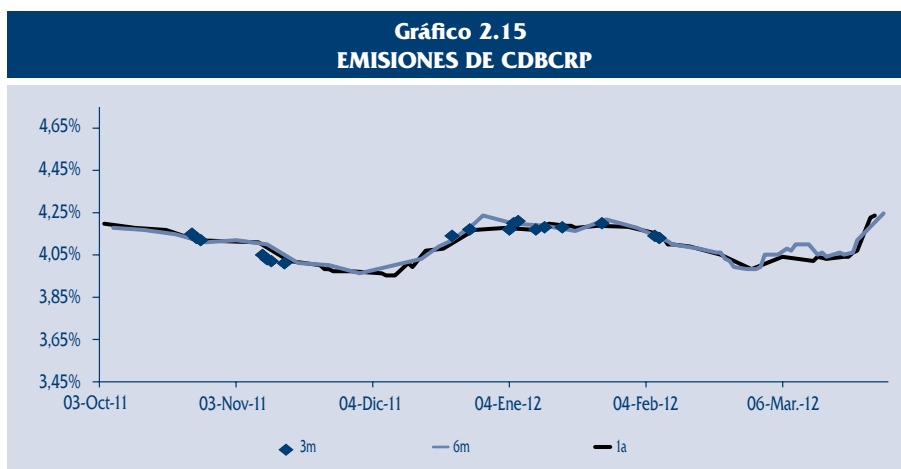
45. **La tasa de referencia se ha mantenido en 4,25% desde mayo de 2011.** La tasa de interés interbancaria, en promedio, registró un desvío de 1 punto básico por debajo de la tasa de referencia; mientras que, en el período anterior, dicha diferencia fue de 1 punto básico por encima. En los últimos dos trimestres, el volumen de negociación en el mercado interbancario fue de S/. 591 millones, inferior a los S/. 667 millones del período anterior.



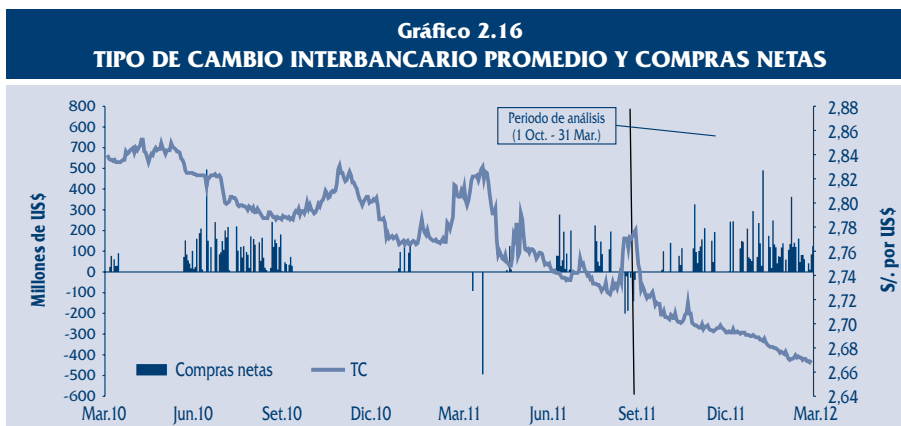


46. Las entidades del sistema financiero demandaron instrumentos de corto plazo. En los últimos dos trimestres se realizaron emisiones de certificados de depósito a plazos entre 1 mes y 1 año. A partir de octubre de 2011 se reiniciaron las subastas de certificados a 3 meses y en noviembre se retomó las subastas de certificados a 1, 4, 5 y 9 meses. En este período, se colocaron S/. 6 200 millones de certificados a plazos entre 1 y 3 meses; S/. 9 950 millones entre 4 y 6 meses; y S/. 9 501 millones a plazos entre 9 meses y 1 año. Las entidades financieras reflejaron una mayor preferencia en la adquisición de Certificados de Depósito del BCRP (CD BCRP) a 6 meses, con un ratio de colocación (*bid to cover ratio*) de 7, superior al ratio de 6 en el periodo previo.

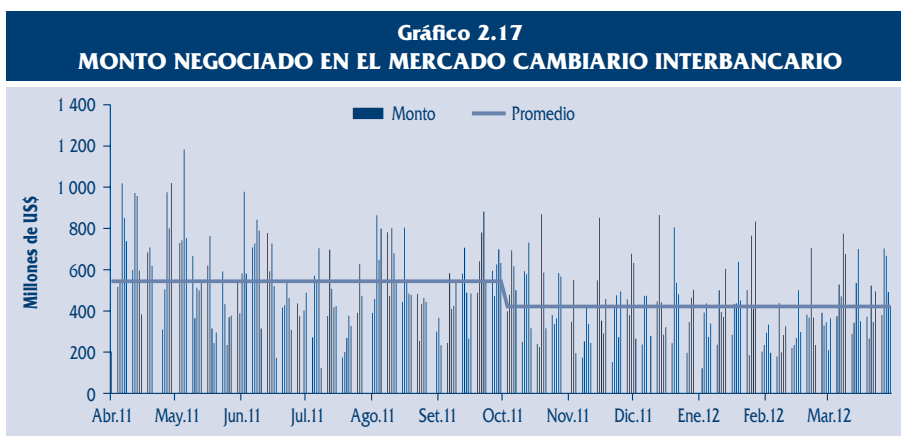
47. Las tasas de rendimiento a las que se colocaron los CD BCRP disminuyeron desde setiembre de 2011, debido a las expectativas de reducción en la tasa de interés de referencia del BCRP. Esto se reflejó en una pendiente negativa de la curva de rendimiento en dicho período, asociado a perspectivas de mayor estímulo monetario ante los efectos de la crisis financiera internacional. Similar comportamiento se observó entre enero y febrero de 2012, en donde el mercado esperaba un recorte de la tasa de referencia del BCRP ante el aumento de la inflación.



48. El Nuevo Sol se apreció 3,75% entre el 1 de octubre de 2011 y el 30 de marzo de 2012, por la mayor oferta de dólares en el mercado spot. El tipo de cambio interbancario venta del 30 de marzo de 2012 cerró en S/. 2,669 por US\$ 1, inferior al nivel de S/. 2,773 del 30 de setiembre de 2011. La oferta spot de clientes locales y no residentes superó la demanda spot de las AFP. El BCRP realizó compras netas por US\$ 7 567 millones y no renovó vencimientos de Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) por US\$ 212 millones.



El promedio diario negociado en el mercado interbancario fue de US\$ 420 millones en el periodo octubre 2011 – marzo 2012, menor al monto negociado en el semestre abril 2011 – setiembre 2011 que fue de US\$ 545 millones.



49. Los no residentes vendieron dólares en el mercado spot para adquirir activos en nuevos soles (principalmente Bonos del Tesoro Público) y renovaron parcialmente sus coberturas en el mercado forward, debido a la menor incertidumbre externa. La oferta *spot* neta fue de US\$ 7 847 millones, explicada principalmente por las ventas de empresas del sector minería (US\$ 4 689 millones) y clientes minoristas (US\$ 3 861 millones). Las AFP demandaron US\$ 882 millones en el mercado *spot* y ofertaron US\$ 402 millones en el mercado *forward*. Por su parte, en el mercado de derivados (que incluye operaciones *forward*, *swap* y opciones), los clientes no residentes registraron una oferta por US\$ 458 millones. Esto correspondió, principalmente, a vencimientos de venta *forward* no renovados por las entidades financieras con sus clientes. Así, durante el periodo vencieron ventas *forward* por US\$ 5 816 millones, mientras que se pactaron US\$ 5 396 millones.





50. A marzo de 2012, la posición de cambio global de la banca fue negativa en US\$ 17 millones y la posición de cambio contable fue negativa en US\$ 263 millones. Estas cifras representaron disminuciones de US\$ 378 millones y de US\$ 1 116 millones, respectivamente, respecto al 30 de setiembre de 2011.

Cuadro 2.6
USOS Y FUENTES DEL MERCADO CAMBIARIO 1/
(Millones de US\$)

Oferta Neta	2010			2011			Del 1 Oct. al 31 Mar.		
	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total
1. AFP	-868	1 469	600	-2 108	-732	-2 840	-882	402	-480
2. No Residentes	1 601	-494	1 107	317	-1 620	-1 303	681	458	1 139
3. Fondos Mutuos Locales	9 547	-9 547	0	2 994	-2 994	0	46	-46	0
4. Banco de la Nación y financieras	-939	-1 087	-1 088	0	-626	-626	74	-512	-438
5. Otros	8 039	60	8 099	9 231	-769	8 462	7 928	-748	7 180
Total	18 317	-9 599	8 718	10 434	-6 741	3 693	7 847	-445	7 401
a. Aumento Posic. Cambio Banca			-405			-318			378
b. Intervención neta del BCRP			-9 123			-3 374			-7 779
i. Compras netas del BCRP			-8 963			-3 537			-7 567
ii. Variación de CDLD			-160			162			0
iii. Variación de CDR			0			0			-212
TC promedio de compras			2,8168			2,7223			2,7352
TC promedio de ventas						2,8015			2,8024
TC cierre de mercado			2,8070			2,6970			2,6690

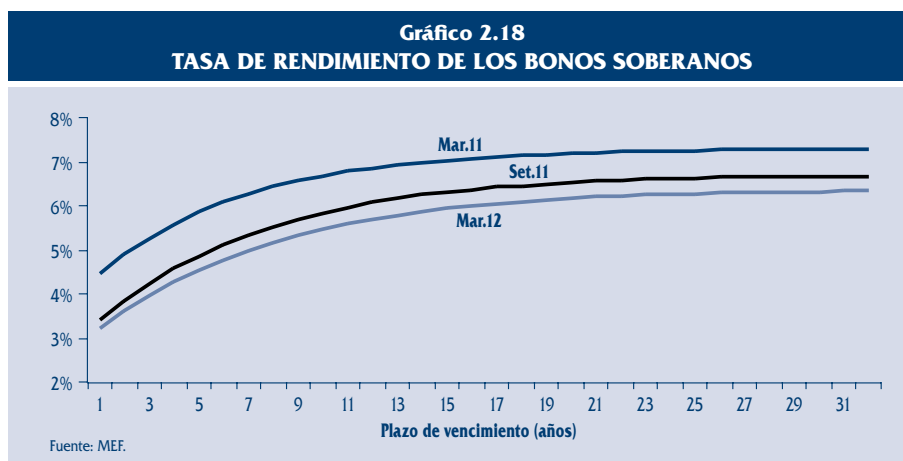
1/ Signo positivo indica oferta y signo negativo, demanda.
Fuente: BCRP.

II.3 Mercado de Capitales

51. Las tasas de rendimiento de los bonos soberanos disminuyeron entre 19 y 38 puntos básicos a lo largo de toda la curva para el período comprendido entre setiembre 2011 y marzo 2012. Los inversionistas no residentes estuvieron más interesados en adquirir deuda soberana peruana debido a los sólidos fundamentos macroeconómicos reflejados en el alza de calificación de riesgo de BBB- a BBB por parte de las agencias *Standard & Poor's* en agosto de 2011 y *Fitch Ratings* en noviembre de 2011, a las mayores tasas de estos activos respecto a las internacionales y a la expectativa de apreciación del Nuevo Sol.

Así, destaca que el saldo de la deuda pública peruana como porcentaje del PBI se ubicaría en 19,9% a finales de 2012⁴³. Este *ratio* es inferior a los que muestran países desarrollados con mejores calificaciones de riesgo, la mayoría de los cuales tiene un ratio deuda / PBI por encima del umbral de 60% y, en algunos casos, por encima del 100%.

43 Ver Reporte de Inflación de marzo de 2012, página 115.



- 52. Los no residentes se convirtieron en los principales tenedores de bonos soberanos, desplazando a las AFP.** A marzo de 2012, las tenencias de los no residentes ascendieron a S/. 15 470 millones (51% del total) mientras que las tenencias de las AFP se ubicaron en S/. 9 855 millones (32% del total).
- 53. La menor volatilidad de los mercados financieros internacionales, observada en el primer trimestre de 2012⁴⁴, motivó un mayor apetito por el riesgo de los inversionistas que incrementó la demanda por activos financieros de economías emergentes.** En este período, se mantuvo la entrada de capitales del exterior con la finalidad de adquirir activos en moneda nacional, para beneficiarse de las mayores tasas de interés locales respecto a las internacionales y de una eventual apreciación del Nuevo Sol (operaciones de *carry trade*⁴⁵).
- 54. Una salida abrupta de los inversionistas no residentes, provocada por una reversión de las expectativas en economías emergentes, podría disminuir el precio de los bonos soberanos.** El mercado de deuda pública es aún relativamente pequeño, poco líquido y profundo para que permita su rápida absorción. Por ello, es beneficioso que se busque ampliar el universo de inversionistas a agentes económicos distintos a las AFP y a los bancos. Una mayor profundidad del mercado se conseguiría con una mayor participación de los fondos mutuos, sociedades agentes de bolsa e inversionistas individuales.

44 Reflejada, por ejemplo, en las colocaciones primarias de deuda de los gobiernos de Italia y España sin mayores contratiempos.

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





Cuadro 2.7
TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS

	Mar.11		Set.11		Mar.12	
	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.
AFPs	10 791	38%	9 977	35%	9 855	32%
No Residentes	12 121	43%	12 911	45%	15 470	51%
Bancos	2 803	10%	3 097	11%	2 593	8%
Seguros	976	3%	1 065	4%	1 182	4%
Otros 1/	1 506	5%	1 415	5%	1 515	5%
Total	28 196	100%	28 464	100%	30 615	100%

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

Cabe destacar el potencial rol estabilizador de las AFP que pueden aprovechar los momentos de mayor volatilidad en los mercados internacionales para aumentar sus inversiones en activos locales. Así, en dichos momentos, las AFP tienen la oportunidad de comprar bonos soberanos en poder de los no residentes a un precio y rendimientos atractivos⁴⁶, considerando su horizonte de inversión de largo plazo.⁴⁷

55. Los índices bursátiles recuperaron en el primer trimestre de 2012 las pérdidas experimentadas en 2011.

Cuadro 2.8
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES

Región	Índice	Dic.10	Dic.11	Mar.12	Var. %		
					2010	2011	2012 1/
América							
EE UU	Dow Jones	11 578	12 218	13 212	11	6	8
EE UU	S&P 500	1 258	1 258	1 408	13	0	12
Brasil	Bovespa	69 305	56 754	64 511	1	-18	14
Chile	IGPA	22 979	20 130	22 207	38	-12	10
Colombia	IGBC	15 497	12 666	15 038	34	-18	19
Perú	IGBVL	23 375	19 473	23 612	65	-17	21
Perú	ISBVL	32 050	27 335	33 278	43	-15	22
Europa							
Alemania	DAX	6 914	5 898	6 947	16	-15	18
Reino Unido	FTSE 100	5 900	5 572	5 769	9	-6	4
Asia							
Japón	Nikkei 225	10 229	8 455	10 084	-3	-17	19
Corea	Seul Composite	2 051	1 826	2 014	22	-11	10
China	Shangai Composite	2 808	2 199	2 263	-14	-22	3

1/ Al 31 de marzo.
Fuente: Bloomberg.

46 Hasta por un límite máximo equivalente al 30% del fondo de pensiones.

47 Las AFP, al recibir aportes obligatorios de los afiliados, disponen siempre de un flujo constante de recursos líquidos para invertir y aprovechar las oportunidades de compra que se presenten. Además, la obligatoriedad de los aportes hace que las AFP, como sistema, no enfrenten retiros de fondos, salvo por los aportes voluntarios sin fin previsional (S/. 418 millones a marzo de 2012). En cambio, otros inversionistas institucionales como los fondos mutuos, en los momentos de mayor incertidumbre, enfrentan el retiro de sus partícipes lo que afecta sus excedentes para realizar nuevas inversiones (riesgo de liquidez).

El Índice General de la Bolsa de Valores de Lima aumentó 21% en los tres primeros meses de 2012, luego de disminuir 17% en 2011. Los mercados bursátiles internacionales sufrieron una caída entre agosto y octubre de 2011 debido a la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de algunos países de la zona del Euro y sus efectos sobre el crecimiento de la economía mundial. Posteriormente, la difusión de indicadores económicos favorables en los Estados Unidos (incluyendo datos de creación de empleo) y la implementación de medidas de soporte de liquidez a la banca europea permitieron una recuperación de los mercados bursátiles.

56. En lo que va de 2012, la Bolsa de Valores de Lima ha cumplido con su rol de facilitar la provisión de financiamiento directo a las empresas que requerían de fondos de largo plazo para sus planes de inversión. Así, se produjo la oferta pública primaria de acciones de *Andino Investment Holding*⁴⁸ por S/. 115 millones, recursos que servirán para pre-pagar deuda contraída con un banco de inversión y para realizar inversiones en el puerto de Paita y otros proyectos de infraestructura. De igual modo, Ferreyros efectuó un aumento de capital por S/. 170 millones con el fin de llevar a cabo sus planes de crecimiento⁴⁹ y consolidar los negocios de sus subsidiarias. A su vez, Enersur obtuvo fondos por US\$ 150 millones, a través de un aumento de capital vía suscripción de nuevas acciones en el mercado bursátil⁵⁰.

De otro lado, Cementos Pacasmayo consiguió US\$ 230 millones a través de la emisión de 20 millones de *American Depositary Shares (ADS)*⁵¹ en el New York Stock Exchange (1 ADS es equivalente a 5 acciones comunes). Los nuevos recursos se emplearán en ampliar las plantas cementeras existentes en Pacasmayo y Rioja, desarrollar una nueva planta cementera en Piura y en los proyectos de roca fosfórica y salmuera.

57. El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales fue de S/. 121 705 millones a marzo de 2012, cifra superior en S/. 13 690 millones respecto a setiembre de 2011. Del total de dicho portafolio, los recursos administrados por las AFP representan el 74%, las compañías de seguros el 15% y los fondos mutuos el 12%.

48 Conglomerado de empresas especializadas en los sectores marítimo, logístico e infraestructura.

49 Como la compra a Caterpillar del distribuidor de equipamiento minero Bucyrus Perú por US\$ 75 millones.

50 Enersur se dedica a la generación y transmisión de energía eléctrica. Opera cuatro centrales de generación eléctrica y una subestación eléctrica: Termoeléctrica Ilo 1, Termoeléctrica Ilo 2, Hidroeléctrica Yuncán, Termoeléctrica Chilca Uno y subestación Moquegua.

51 Los *American Depositary Shares (ADS)* son títulos denominados en dólares que representan la propiedad de acciones de una empresa extranjera (no domiciliada en los Estados Unidos) y que se negocian en el mercado bursátil norteamericano.





Cuadro 2.9
PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES
(En millones de soles)

	Mar.11 (1)	Set.11 (2)	Mar.12 (3)	Var.		Estructura	
				(3) - (1)	(3) - (2)	Set.11	Mar.12
AFP	84 341	77 957	90 166	5 825	12 210	72%	74%
Fondos Mutuos	15 858	13 272	14 246	-1 613	974	12%	12%
Compañías de Seguros	15 604	16 787	17 854	2 250	1 067	16%	15%
Total	115 804	108 015	122 266	6 462	14 251	100%	100%

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

58. La cartera administrada por las AFP alcanzó los S/. 90 166 millones a marzo de 2012, lo que constituye el mayor valor reportado por el sistema. Esta cartera se descompone principalmente en títulos de renta variable (S/. 26 187 millones ó 29% del total), inversiones en el exterior (S/. 25 250 millones ó 28% del total), bonos del gobierno (S/. 13 122 millones ó 15% del total)⁵² y títulos de renta fija emitidos por el sector privado (S/. 12 087 millones ó 13% del total).

59. Las inversiones en renta variable local abarcan principalmente los sectores financiero, minero, construcción, eléctricas, y alimentos y bebidas. Por títulos individuales los recursos administrados por las AFP se invierten, en mayor medida, en acciones de: Compañía de Minas Buenaventura, Credicorp, Volcan Compañía Minera, Alicorp, Graña y Montero, Minsur, *Intergroup Financial Services*, Compañía Minera Milpo y Enersur, entre otras empresas.

Cuadro 2.10
COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO
(En millones de soles)

	Mar.11 (1)	Set.11 (2)	Mar.12 (3)	Var.		Estructura	
				(3) - (1)	(3) - (2)	Set.11	Mar.12
Bonos del gobierno	13 057	12 704	13 122	65	419	16%	15%
Certificados de Depósito del BCRP	441	694	1 313	872	619	1%	1%
Depósitos en el sistema financiero	4 583	3 896	3 962	-621	66	5%	4%
Renta fija sector privado	11 115	11 412	12 087	973	675	15%	13%
Títulos de renta variable 1/	24 827	21 308	26 187	1 359	4 879	27%	29%
Sociedades Titulizadoras	3 311	3 561	4 574	1 264	1 014	5%	5%
Fondos de inversión y mutuos	3 209	2 927	3 334	125	407	4%	4%
Operaciones en tránsito	-494	9	337	831	328	0%	0%
Inversiones en el exterior	24 293	21 445	25 250	957	3 805	28%	28%
Total	84 341	77 957	90 166	5 825	12 210	100%	100%

1/ Constituido en inversiones en 28 acciones autorizadas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.
Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

52 Incluye los bonos soberanos emitidos localmente y los bonos globales emitidos en el mercado internacional.

60. Las inversiones en el exterior de las AFP alcanzan los S/. 25 250 millones a marzo de 2012, ubicándose muy cerca al límite operativo permitido (30% del valor de pensiones). Estas inversiones se concentran principalmente en: cuotas de participación en fondos mutuos (S/. 12 070 millones), títulos de renta variable (S/. 7 264 millones), bonos emitidos por empresas no financieras (S/. 2 623 millones), bonos, certificados y depósitos a plazo de empresas financieras (S/. 1 970 millones) y títulos de deuda de gobiernos (S/. 1 323 millones).

61. El portafolio de inversión de los fondos mutuos fue de S/. 13 684 millones a febrero de 2012. Este nivel fue superior en S/. 413 millones al registrado en setiembre de 2011, debido principalmente al incremento de las tenencias de título de renta fija del sector privado en S/. 526 millones. El número de partícipes fue de 268 mil a febrero de 2012, cifra ligeramente mayor en 6 mil respecto a setiembre del año anterior.

62. La amplia liquidez de que disponen los fondos mutuos se refleja en el alto nivel de depósitos que poseen en el sistema financiero (48% del portafolio de inversión). Este es un indicador que estos inversionistas institucionales no están encontrando en el mercado los instrumentos de deuda suficientes. Sin embargo, es una oportunidad para que nuevos emisores coloquen instrumentos de deuda con vencimientos menores a los 4 años, que es el tramo más apetecido por los fondos mutuos ya que calza con el horizonte de inversión de corto / mediano plazo de la mayoría de sus partícipes.

Cuadro 2.11
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS
(En millones de soles)

	Mar.11	Set.11	Mar.12	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(3) - (1)	(3) - (2)	Set 11	Mar 12
Depósitos	8 066	6 922	6 593	-1 473	-330	52%	48%
Certificados de Depósito del BCRP	1 311	991	1 140	-171	149	7%	8%
Renta fija	4 612	4 265	4 792	180	526	32%	35%
Renta variable	1 870	1 093	1 160	-711	67	8%	8%
Total	15 858	13 272	13 684	-2 174	413	100%	100%
Grado de dolarización	53%	49%	48%	-5%	-1%		
Número de partícipes (en miles)	289	262	268	-21	6		

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

63. El portafolio de inversión de las compañías de seguros continuó su tendencia creciente y ascendió a S/. 17 854 millones a marzo de 2012. Los recursos administrados por las compañías de seguros vienen aumentado sostenidamente gracias a: i) el crecimiento de los seguros de desgravamen, a raíz del dinamismo de los créditos hipotecarios y vehiculares; ii) el pago obligatorio de la prima de los seguros relacionados a las rentas de invalidez y sobrevivencia de los afiliados





al Sistema Privado de Pensiones; iii) la contratación de rentas vitalicias por parte de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones al momento de jubilarse; y, iv) la mayor demanda de las empresas por contratar seguros de riesgos generales.

Las inversiones de las compañías de seguros están conformadas en un 69% por instrumentos de renta fija, en un 16% por otras inversiones (incluye inmuebles, primas y otros), en un 8% por títulos de renta variable y en un 7% por recursos en caja y depósitos a plazo.

64. Un reto constante del mercado de capitales peruano es el ingreso de nuevas empresas emisoras que cubra la creciente demanda por activos financieros de los inversionistas institucionales.

Una mayor oferta de valores mobiliarios implica el ingreso de nuevas empresas como emisores de instrumentos representativos de capital y deuda. Es importante tener presente que existe un universo amplio de empresas que cuentan con la escala necesaria en sus operaciones e indicadores financieros para ingresar como emisores en el mercado de capitales local (ver Recuadro 6).

RECUADRO 6

EVALUACIÓN DE POTENCIALES NUEVOS EMISORES EN EL MERCADO DE CAPITALES

El dinamismo de la economía peruana en los últimos años se ha reflejado en un crecimiento del tamaño de las principales empresas del país, sea que se mida por sus niveles de ingresos, patrimonio, utilidades o deuda. De acuerdo a la publicación “Peru The Top 10000 Companies”, las primeras 100 empresas del país tuvieron ingresos en el 2010 que fluctuaron entre S/. 650 millones y casi S/. 10 mil millones. Asimismo, según la clasificación de la SBS existen más de 3 mil empresas que pertenecen a las categorías de empresa corporativa (ventas anuales mayores a S/. 200 millones) o gran empresa (ventas anuales entre S/. 20 millones y S/. 200 millones).

**Cuadro 1
RANGO DE EMPRESAS POR VENTAS TOTALES, 2010**

Ranking de Empresas	Ventas en millones de soles	
	De	Hasta
1-100	650	9 980
101-300	286	650
301-1 000	77	286
1 001-3 000	22	77
3 001-10 000	6	22

Fuente: Peru The Top 10000 Companies, edición 2011.

Los mayores niveles de demanda y ventas de las empresas se traducen en un incremento de sus necesidades de financiamiento, sea de recursos de corto plazo para capital de trabajo o de largo plazo para proyectos de inversión. Así, una vez que la empresa alcanza cierto tamaño, lo óptimo es que el mercado de capitales se convierta en su principal fuente de financiamiento a través de la emisión de instrumentos de deuda (bonos y papeles comerciales) o de capital (acciones). El ingreso de una empresa al mercado de capitales es beneficioso para ella, dado a que le permite: acceder a financiamiento de largo plazo, reducir sus gastos financieros, diversificar sus fuentes de fondeo, optimizar su estructura deuda / capital y aumentar su poder de negociación frente a otros proveedores de financiamiento (bancos).

En los últimos 10 años (2002-2011), 55 empresas han ingresado como nuevos emisores de instrumentos de deuda en el mercado de capitales local. Dado que la expansión de la economía conlleva a un crecimiento asociado de las empresas y a que actualmente existe un universo de empresas que poseen la escala necesaria para que sea eficiente emitir en el mercado de capitales, se espera que dicha cifra se incremente significativamente en los próximos años.

De acuerdo a análisis difundidos en anteriores REF,⁵³ la escala mínima de una emisión de bonos corporativos para que los costos de preparación, estructuración, colocación y mantenimiento no incrementen significativamente el costo financiero de la empresa emisora es de alrededor de US\$ 10 millones. Es más, son preferibles emisiones mayores para que dichos

53 Ver Recuadro 7: “Costos de Emisión de Instrumentos de Deuda” del Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2011, páginas 48-51.





costos incrementen en menos puntos básicos el costo financiero de la emisión. Así, los costos asociados a una emisión de 5 años de US\$ 20 millones y US\$ 50 millones incrementan los costos financieros en 36 y 67 puntos básicos, respectivamente frente a los 119 puntos básicos para una emisión de US\$ 10 millones.

De las 300 empresas con mayores niveles de ingresos (ventas) del país, 178 no son partícipes del mercado de capitales, sea porque no han emitido un instrumento de deuda o porque no poseen un valor mobiliario (acción, por ejemplo) inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores. Estas empresas poseen niveles de ventas anuales superiores a los US\$ 100 millones (ver cuadro 1). Por lo tanto, su escala de operaciones, nivel de patrimonio y capacidad de generación de flujos de caja corresponden a niveles de apalancamiento (deuda) por encima de los montos mínimos requeridos para realizar una emisión eficiente en el mercado de capitales.

Estas empresas pertenecen a diversos sectores económicos. Así, alrededor de 50 empresas son de industrias extractivas (minería, petróleo, energía y pesca) y el resto a empresas ligadas a la demanda interna donde destacan las de bienes de consumo, alimentos y bebidas, construcción, manufacturas y farmacéuticas (ver cuadro 3).

**Cuadro 2
NUEVOS EMISORES DE INSTRUMENTOS DE DEUDA
EN EL MERCADO DE CAPITALES**

2002	2006	2010
1. Southern Cone Power Perú 2. Palmas del Espino	1. Corporación Andina de Fomento 2. Telefónica Móviles 3. Minera Yanacocha 4. Pluspetrol Camisea	1. Cementos Andino 2. Titulizadora Peruana 3. HSBC Bank Perú 4. Rash Perú
2003	5. Citibank del Perú 6. Municipalidad de Lima Metropolitana 7. Tiendas EFE 8. Leasing Total 9. Concesionaria Transvase Olmos *	5. Inmuebles Comerciales 6. Pluspetrol Lote 56 7. CMAC Arequipa 8. Montana S.A. 9. Financiera TFC S.A. 10. CrediScotia Financiera
1. Red de Energía del Perú 2. Electroandes 3. Duke Energy International - Egenor	2004	2011
2004	1. Aguaytía Energy Group 2. Creditex 3. Transportadora de Gas del Perú 4. Pluspetrol Norte 5. Compañía Minera Atacocha 6. Supermercados Peruanos	1. C.C. Mall Aventura Plaza Trujillo 2. Financiera Efectiva 3. Pacífico Seguros 4. Hipermercados Tottus
2005	2007	
1. Refinería La Pampilla 2. Pesquera Exalmar 3. Corporación Miski 4. Nissan Maquinarias 5. Minera Barrick Misquichilca 6. Cineplex 7. Universidad San Martín de Porres 8. Emp. de Generación Eléctrica Cahua 9. Drokasa 10. Hunt Oil Company of Peru	1. Corporación Aceros Arequipa 2. Metalpren 3. Zinc Industrias Nacionales 4. Compañía Industrial Nuevo Mundo 5. Edpyme Edyficar 6. Enersur 7. Inmuebles Panamericana 8. Centro Comercial La Marina *	
	2008	
	1. Corporación Lindley	
	2009	
	1. Kallpa Generación 2. Perú LNG	

* Emitidos bajo oferta privada.

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores.

Es decir, existe un universo amplio de empresas que pueden ingresar al mercado de capitales. Para ello, es necesario que las empresas mejoren su estructura organizativa, la calidad de

su información financiera e implementen prácticas de buen gobierno corporativo. Asimismo, es relevante que, en los casos pertinentes, trasciendan su carácter familiar⁵⁴ y estructuras cerradas.

Cuadro 3
PRINCIPALES EMPRESAS QUE AÚN NO PARTICIPAN EN EL MERCADO DE CAPITALES PERUANO CLASIFICADAS POR SECTOR ECONÓMICO 1/

Sector Económico	# Empresas	Principales Empresas
Bienes de consumo	27	Toyota del Perú, Tiendas por Dpto. Ripley, Procter & Gamble Perú, Automotores Gildemeister, LG Electronic Perú, Kimberly Clark Perú, Cetco, Volvo Perú, Diveimport, Unique, Importaciones Hiraoka.
Minería	25	Antamina, Consorcio Minero, A.Y.S., Universal Metal Trading, Glencore Perú, Kori Perú, Minera Ares, Inv. Mineras Kopakabana, Aruntani, Xtrata Tintaya, Minera Suyamarca, Cons. Min. Horizonte, COMARSA.
Agropecuario / Alimentos y Bebidas	24	San Fernando, Deprodeca, Nestle Perú, Louis Dreyfus, Cargill Americas Perú, Perales Huancaruna, Molitalia, Ajeper, Cervecera AMBEV Perú, Axur EX-M G. Rocsa, British American Tobacco Perú.
Construcción / Infraestructura	22	Maestro, Sodimac, Distribuidora Norte Pacasmayo, Unión de Concreteras, Tradi, Conces, Interoceánica Sur, Conirsa, Consorcio Tren Eléctrico, JJC Contratistas Generales, Construcción y Administración S.A..
Petróleo y Energía	22	Primax, Peruana de Combustibles, Savia Perú, Peruana de Petróleo, Petrobras Energía Perú, Repsol YPF Comercial, Mobil Oil del Perú, Manu Perú Holding, Coesti, Repsol Exploración, Petróleos de América.
Manufactura / Industrial	19	Centelsa Perú, Tecnofil, Techint, Goodyear Perú, Innova Andina, Owens-Illinois Perú, San Miguel Industrias PET, Corporación Peruana de Productos Químicos, Productos de Acero CASSADO, Jorvex.
Farmacéutico	9	Química Suiza, Eckerd Perú, Albis, Distribuidora Droguería Alfaro, Perufarma, Farmacias Peruanas, Representaciones DECO, Medifarma, Boticas Torres de Limatambo.
Tecnológicas	7	Siemens, Grupo Deltron, Hewlett-Packard Perú, IBM del Perú, Tech Data Perú, Schlumberger del Perú, Máxima Internacional.
Telecomunicaciones	6	América Móvil Perú, Nextel del Perú, Telmex Perú, Teleservicios Populares, Brightstar Perú, Andina de Radiodifusión.
Pesca	6	Tecnológica de Alimentos, Corporación Pesquera Inca, Pesquera Diamante, Pesquera Hayduk, CFG Investment Perú, Pesquera Centinela.
Bienes de Capital	4	Komatsu-Mitsui Maquinarias Perú, Scania del Perú, Sandvik del Perú, Atlas COPCO Peruana.
Transporte	3	Lan Perú, Lan Airlines Sucursal Perú, Lima Airport Partners.
Educación	3	Pontificia Universidad Católica del Perú, SENATI, Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
Turismo	1	Inmobiliaria de Turismo.
Total	178	

1/ La muestra se seleccionó de las 300 primeras empresas no financieras de mayores ventas en el 2010 según el libro *Peru The Top 10000 Companies*. Fuente: *Peru The Top 10000 Companies*, edición 2011 y portales web de cada empresa.

54 Aproximadamente, un tercio de esta muestra son empresas familiares, siendo el resto subsidiarias de una multinacional y en menor medida, subsidiarias de una corporación peruana.





65. Los accionistas propietarios y controladores de las empresas deben superar la reticencia a revelar información financiera y los hechos de importancia del negocio al mercado. Así, deben considerar que al tornarse esta información pública, se incrementa el valor de mercado de la empresa y con ello se reduce el costo de financiamiento, además de potenciar las posibilidades de crecimiento⁵⁵.

Por ello, para incentivar el ingreso de nuevas empresas al mercado de capitales, se dispuso que las sociedades o entidades cuyos ingresos anuales por venta de bienes y/o prestación de servicios o activos totales sean iguales o superen las 3 mil Unidades Impositivas Tributarias (UIT), equivalentes a S/. 10,95 millones, remitan sus estados financieros auditados a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)⁵⁶. Dichos estados financieros deberán prepararse conforme a las normas internacionales de información financiera (IFRS, por sus siglas en inglés) y serán de acceso al público⁵⁷.

66. Esta disposición es positiva ya que así las empresas se harían conocidas en el mercado de capitales con lo que se facilita la búsqueda de financiamiento de acuerdo a sus necesidades y proyectos (la mayor visibilidad permitiría que los intermediarios financieros puedan plantearles estructuraciones de deuda). Sin embargo, existe un proyecto de ley en el Congreso que establece que los estados financieros no sean de acceso al público, a efecto de proteger la reserva de información⁵⁸.

Asimismo, los accionistas propietarios y controladores de las empresas deben considerar que la preparación y mejoras a nivel interno que deben realizar las empresas antes de estructurar una emisión, les generan una serie de beneficios económicos. Así por ejemplo, auditar los estados financieros trae como beneficio conexo mejores condiciones de los proveedores financieros (como créditos bancarios a menores tasas de interés).

67. El principal problema que enfrentan los nuevos emisores es la complejidad y multiplicidad de los procesos que se deben llevar a cabo para efectuar una emisión. Para las empresas resulta costoso y difícil de entender los procedimientos exigidos por los organismos reguladores para la emisión de instrumentos de deuda. Uno de los costos asociados es el tiempo horas-hombre que le deben dedicar para cumplir los procesos administrativos requeridos para la emisión (costo de los

55 La empresa se puede volver blanco de adquisición o despertar el interés del ingreso de nuevos accionistas lo cual dinamizaría los planes de crecimiento del negocio.

56 Ley N° 29720 denominada "Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales" publicada el 25 de junio de 2011 en el diario oficial El Peruano.

57 Ver Recuadro 4: "Central de Balances de Empresas no Financieras" del Reporte de Estabilidad Financiera de noviembre de 2011, páginas 41-42.

58 Dictamen de la Comisión de Economía, Banca, Finanzas e Inteligencia Financiera del Congreso del 9 de noviembre de 2011, faltando aún la votación en el Pleno del Congreso.

asesores legales y/o costo del tiempo que dedica el personal y la gerencia de la empresa).

68. **Un gran avance ha sido la creación del procedimiento de inscripción automática de instrumentos de corto plazo (sistema e-prospectus) y su posterior extensión a bonos corporativos**⁵⁹. A diferencia de los instrumentos de corto plazo, la inscripción de los bonos corporativos no es inmediata, si no que toma como máximo 7 días; ya que después de ese plazo, si la SMV no ha emitido observaciones, se asumirá que la emisión ha sido aprobada (silencio administrativo positivo).

69. **El sistema privado de pensiones requiere de una flexibilización de la normativa relacionada a sus inversiones.** La actual normativa restringe las posibilidades de inversión de las AFP, lo que lleva a que los portafolios administrados presenten una elevada concentración por emisores e instrumentos. Los diversos límites por emisor, emisión y tipo de activo financiero que se exigen hacen que en la adquisición de un nuevo instrumento tengan que participar al menos dos AFP⁶⁰.

El requerimiento de autorización previa para cada instrumento financiero en el que la AFP puede invertir afecta la administración eficiente del portafolio de los fondos de pensiones.

70. **Para flexibilizar la regulación de las inversiones de las AFP y agilizar el proceso de autorización y registro de sus inversiones, se debe considerar:**

- i. Establecer criterios generales para la aprobación de instrumentos financieros elegibles como inversiones y no requerir en cada caso una autorización específica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). La revisión del cumplimiento de los requisitos establecidos debe ser *ex - post* y no *ex - ante*.
- ii. Implementar procedimientos automáticos (*fast track*) para las emisiones con cláusulas estándares (*plain vanilla*) de emisores con grado de inversión y para el resto señalar un plazo máximo de inscripción, estableciendo el silencio administrativo positivo.

59 La utilización de formatos electrónicos de prospectos informativos y contratos de emisión para inscribir los programas de emisión en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) permite agilizar las emisiones y minimizar los requerimientos de asesores externos para la obtención de financiamiento con lo que se reducen los costos de estructuración.

60 Así, no se generan los incentivos para que una AFP investigue nuevas oportunidades de inversión ni diferencie su portafolio, ya que el resto de entidades puede copiar o asumir una posición similar a la AFP que realizó el esfuerzo de investigación (problema del *free rider*).





- iii. Autorizar clases de activos que cumplan ciertos requisitos (renta variable, renta fija, fondos mutuos, fondos de inversión y fondos alternativos) y no instrumentos específicos (bonos de un emisor en particular, por ejemplo).

71. El mercado de capitales puede contribuir al desarrollo de proyectos de infraestructura pública a través del financiamiento de los mismos.

Cuadro 2.12 PROBLEMAS Y RECOMENDACIONES EN LOS PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA PÚBLICA ^{1/}	
Problemas	Recomendaciones
<ul style="list-style-type: none"> • Plazos extensos en la estructuración de los proyectos y en la entrega de las concesiones. 	<ul style="list-style-type: none"> • Contar con la participación de estudios de abogados y estructuradores especializados. • Unificar los procedimientos, permisos y licencias de todos los órganos del Estado. • Agilizar los procesos de expropiación de terrenos privados por parte del Estado (infraestructura vial). • Replicar características del contrato y esquemas de financiamiento de proyectos pasados exitosos.
<ul style="list-style-type: none"> • Incertidumbre en la estructura de financiamiento por parte del sector privado. 	<ul style="list-style-type: none"> • Contar con la participación de los inversionistas privados (AFP, por ejemplo) en la etapa inicial de la APP. • Desarrollar estructuras de financiamiento con una adecuada combinación riesgo-retorno para captar el interés de las AFP. • Agilizar mecanismos de registro de nuevos proyectos para las AFP.
<ul style="list-style-type: none"> • Incertidumbre en el flujo de caja futuro de los proyectos (garantías del Estado). 	<ul style="list-style-type: none"> • Establecer esquemas de ingresos mínimos garantizados por el Estado al concesionario. • Señalar que el apoyo financiero del Estado a los proyectos de inversión tenga la misma prioridad que el pago de servicio de deuda (Autorizaciones Presupuestales Multianuales). • Establecer fondos del Estado para asegurar el pago del apoyo financiero en el largo plazo.

^{1/} Recomendaciones desprendidas del seminario "Inversión de las AFP en Proyectos de Infraestructura en el Perú", organizado por ProInversión, el Ministerio de Economía y Finanzas y la SBS en setiembre de 2011.

La ausencia o una oferta limitada de proyectos de infraestructura no es el principal problema para que los inversionistas institucionales financien el desarrollo de Asociaciones Público Privadas (APP) o concesiones. El principal limitante son los extensos plazos en la estructuración de los proyectos y en la entrega de la concesiones.

72. Para que los proyectos de infraestructura pública puedan ser financiados por las AFP, se deben desarrollar fórmulas de participación y estructuras de financiamiento que beneficien a los afiliados con una adecuada combinación de riesgo y retorno. La conformación de fideicomisos y fondos de infraestructura es un mecanismo para que las AFP inviertan en estos proyectos⁶¹.

⁶¹ La valuación y financiamiento de proyectos de infraestructura pública está más relacionada al *project finance*. Por ello, dada la naturaleza de estos proyectos, es conveniente que una proporción de las inversiones de las AFP en infraestructura se canalice indirectamente vía la adquisición de participaciones en fideicomisos y fondos de inversión especializados cuyos gestores pueden tener mayores conocimientos sobre la valoración de proyectos desde su etapa inicial, pre-operativa o en fase de construcción.

En 2009, las AFP constituyeron un fideicomiso de US\$ 300 millones para financiar proyectos de infraestructura, como la planta de tratamiento de agua de Taboada y la planta de trasvase de agua de Huascacocha. Recientemente, las AFP han informado que planean ampliar dicho fideicomiso a US\$ 400 millones.

Asimismo, existen dos fondos de inversión en infraestructura. Uno de US\$ 460 millones (Fondo *Brookfield*), con aportes de US\$ 220 millones de las AFP, US\$ 100 millones de COFIDE, US\$ 40 millones de la CAF y US\$ 100 millones de *Brookfield Asset Management*, que a su vez es el gestor y administrador de este fondo conjuntamente con AC Capitales SAFI; dicho fondo tiene como objetivo el apoyo al desarrollo de proyectos y compañías del sector transporte, energía, agua, saneamiento, comunicaciones y logística. El otro es el Fondo de Inversión a cargo de Sigma SAFI, el cual acaba de realizar recientemente su primer cierre de fondo en US\$ 87 millones (aporte realizados por las AFP y COFIDE); dicho fondo planea levantar US\$ 500 millones en dos años y su estrategia es invertir en proyectos de infraestructura que hayan alcanzado factibilidad, por lo que solo se asumiría el riesgo de construcción; y cubriría los sectores de transporte, energía, saneamiento, construcción, entre otros.

73. La industria de fondos de inversión es una opción de inversión atractiva para los inversionistas institucionales y brinda una fuente alternativa de financiamiento para las empresas que no participan en el mercado de capitales.

Los fondos de pensiones se beneficiarían de un mayor desarrollo de los fondos de capital de riesgo ya que son un asset class interesante por la diversificación que brinda al portafolio de las AFP, al estar sujeto a otro tipo de volatilidades⁶². A su vez, brindan la posibilidad de ingresar a otros sectores que no tienen representación en la Bolsa de Valores de Lima como son los sectores de salud y educación. Se debe evaluar que las inversiones en fondos de inversión de las AFP (fondos de infraestructura, fondos de *private equity*, etc.) tengan su propio límite, el cual sea independiente del límite de instrumentos de renta variable.

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

- a. Completar la curva de referencia de los bonos soberanos. El desarrollo del mercado de renta fija requiere de una curva de rendimiento de referencia continua, líquida y con información en todos los tramos de la misma. La existencia de una curva de referencia de deuda soberana poco líquida y con tramos incompletos no facilita el establecimiento de tasas de referencia para la emisión de valores del sector privado ni el descubrimiento de precios.

62 El rendimiento de estos fondos estaría sujeto al desempeño de las empresas en que invierte y no a factores de mercado, como ocurre con las inversiones en acciones de empresas que cotizan en bolsa.





La disponibilidad de puntos de referencia ha mejorado con la emisión de bonos soberanos con plazo de vencimiento en setiembre de 2013⁶³. El tramo medio (de 2 a 5 años) posee adicionalmente las referencias de los bonos soberanos con plazo de vencimiento en mayo de 2015 y agosto de 2017.

El BCRP ha estado emitiendo desde enero de 2011, de forma semanal (martes y jueves), CDBCRP a plazos de 6 y 12 meses como parte de operaciones ya basadas en la proyección de liquidez diaria. De esta forma, el mercado cuenta con puntos de referencia de corto plazo para el proceso de valuación de activos financieros.

- b. Poco desarrollo del mercado de instrumentos hipotecarios. Las instituciones financieras no utilizan el potencial del mercado de capitales para obtener fondos de largo plazo para sus colocaciones hipotecarias, a pesar de las ventajas que la emisión de los instrumentos hipotecarios ofrece tanto en términos del costo de los fondos como en el calce de plazo de sus operaciones.

La creación de la figura de los bonos hipotecarios cubiertos es un paso importante para reducir las tasas de interés de los créditos. La ventaja de estos bonos es que están mejor garantizados y su marco normativo los hace más seguros. Las mejores calificaciones de riesgo que obtendrían estos instrumentos financieros permitirían a los bancos y entidades financieras de tamaño medio o menor obtener fondos a largo plazo en el mercado de capitales a menores tasas de interés en comparación a la emisión de bonos corporativos.

La titulación de créditos hipotecarios presenta problemas de índole tributario. Los bancos están exonerados del pago del IGV por los intereses de su cartera de colocaciones incluyendo créditos hipotecarios, pero una vez que éstos se titulan y se transfieren a un patrimonio fideicometido se pierde dicha exoneración. Por ello, se debe extender la exoneración del IGV a los intereses, servicios de gestión de cobranza y otros servicios de los créditos hipotecarios que forman parte del patrimonio fideicometido de una titulación de créditos hipotecarios. Así, se fomentaría la emisión de bonos titulizados por parte de las empresas tituladoras hipotecarias.

- c. Falta desarrollar un mercado de Repos interbancarios. El Repo interbancario es un instrumento que permitiría desarrollar un mercado de dinero garantizado, incrementando la maduración de los préstamos interbancarios (*overnight*) hasta plazos de 1 año. Sin embargo, existen trabas que dificultan su desarrollo, como la inseguridad jurídica que enfrentaría el prestamista (reportante) ante la imposibilidad de mantener el activo reportado ante una eventual insolvencia del prestatario (reportado). Una solución para este problema es la promulgación de

63 Los bonos soberanos con vencimiento en setiembre de 2013 acumulan un saldo de S/. 575 millones al 31 de marzo de 2012.

una norma con rango de ley específica de repos, que asegure la transferencia de propiedad del activo reportado, y que esta transferencia prevalezca aun en casos de insolvencia.

- d. La regulación tributaria no incentiva el uso del mercado de valores por parte de las empresas. El crédito del sistema financiero tiene una clara ventaja tributaria, dado que los intereses que genera se encuentran inafectos (beneficio permanente) al pago del IGV; mientras que el pago de los intereses de los bonos emitidos en el mercado de capitales tiene una exoneración temporal que vence el 31 de diciembre de 2012 (Ley N° 29546 de junio de 2010).

Esta situación genera incertidumbre en los emisores de títulos de deuda en el mercado de valores sobre la continuidad del beneficio tributario, el cual podría ser eliminado y con ello se incrementaría el costo de financiamiento vía el mercado de capitales.

- e. Estandarizar y uniformizar la valorización de los portafolios de los inversionistas institucionales. Se deben utilizar precios comunes para un mismo instrumento financiero. Para ello, se puede hacer extensiva al resto de inversionistas institucionales (AFP, compañías de seguros y bancos) la valorización de su portafolio de inversiones a través de una empresa proveedora de precios la cual actualmente es obligatoria sólo para los fondos mutuos.
- f. El BCRP viene publicando desde el segundo trimestre de 2010 un Índice de Tasa de Interés Interbancaria *Overnight*, el cual puede servir como una tasa de referencia variable en soles que permita desarrollar el mercado de swaps de tasa de interés en moneda nacional que pueda ser usada por los principales participantes de mercado. El Índice es publicado diariamente tanto en el portal del BCRP como en el sistema de información Bloomberg, a través de un ticker (*PEIIBDI Index*), existiendo una serie histórica de esta variable con base del 31 de diciembre de 2009 y con cuatro decimales.

A pesar de la publicación del Índice, aún no se han cerrado operaciones de swap de tasas de interés. Este mercado no se ha desarrollado por falta de la iniciativa de las empresas no financieras, al desconocer el beneficio de este producto y al no expresar sus necesidades efectivas de financiamiento en relación con los riesgos que asumen para que los bancos desarrollen este mercado.

Sin embargo, cabe reconocer que los bancos locales han estado adecuando sus sistemas para iniciar la negociación con inversores no residentes inicialmente en el segundo trimestre de 2012. Esta adecuación se ha dado en los sistemas informativos, cuantificación de riesgos, temas tributarios y legales.





RECUADRO 7 CAPITAL MÍNIMO DE LOS BANCOS DE INVERSIÓN

Actividades de la banca de inversión en el Perú

De acuerdo al artículo 293° de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), Ley N° 26702, los bancos de inversión son sociedades anónimas que tienen por objeto promover la inversión en general, tanto en el país como en el extranjero, actuando como inversionistas directos o como intermediarios entre inversionistas y empresarios que confronten requerimientos de capital. Además, el mismo artículo establece que los bancos de inversión sólo pueden operar con cartera negociable, que esta afecta a los diversos riesgos de mercado. Los bancos de inversión no pueden captar depósitos del público, efectuar colocaciones ni otorgar créditos contingentes, careciendo, por tanto, de cartera crediticia.

En el Perú, el capital social mínimo requerido para que un banco de inversión pueda operar asciende a S/. 25,1 millones para el trimestre abril – junio de 2012, nivel similar al exigido a una empresa bancaria de operaciones múltiples (Artículo 16° de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), Ley N° 26702).

Actualmente, no existe entidad financiera alguna constituida como banco de inversión en el país. Sin embargo, los principales grupos financieros del país han optado por cubrir el espectro de actividades de la banca de inversión, a través de la combinación de un banco de operaciones múltiples, una Sociedad Agente de Bolsa (SAB), una sociedad administradora de fondos mutuos y una sociedad titulizadora, siendo estas últimas subsidiarias del banco. Este esquema permite cubrir las áreas de: i) estructuración / colocación de instrumentos de deuda y de capital; ii) intermediación y adquisición de valores en la bolsa; iii) adquisición y negociación de deuda pública; iv) operaciones con commodities y derivados; v) administración de portafolios de terceros; y, vi) estructuración de instrumentos titulizados.

Así, las estructuraciones de instrumentos de deuda que se emiten en el mercado de capitales local son efectuadas principalmente por los bancos de Crédito, BBVA Continental, Scotiabank, Interbank y Citibank, y son colocadas por las SAB vinculadas a cada banco. Cabe indicar que la única SAB independiente (que no pertenece a un banco local) que coloca instrumentos de deuda en el mercado es BNB Valores Perú Solfin, la cual se ha posicionado en un nicho específico del mercado⁶⁴.

El mercado se completa con las sociedades administradoras de fondos de inversión, que se orientan principalmente a administrar fondos de capital de riesgo (private equity) demandados por los inversionistas institucionales. Finalmente, las fusiones y adquisiciones, las asesorías financieras, las estructuraciones financieras y las valorizaciones son realizadas por las empresas

64 La emisión de instrumentos de corto plazo por parte de empresas grandes y medianas. Estas empresas son de una escala de operaciones menor que el de las empresas corporativas que habitualmente emiten en el mercado de capitales.

especializadas (como Apoyo Consultoría, Macroconsult o Summa Asesores Financieros), las empresas valorizadoras y los estudios de abogados especializados en el mercado de capitales.

Reflexiones sobre la ausencia de bancos de inversión en Perú

Una posible explicación de la ausencia de bancos de inversión en el Perú es que el beneficio de contar con las ventajas adicionales de operación que este tipo de entidad posee no compensaría el costo de capital mínimo (y otros costos) que se requiere para constituir un banco de inversión.

En comparación a un banco de operaciones múltiples, la principal ventaja de constituir un banco de inversión en el Perú es que no estaría sujeto a los límites sobre tenencias de oro, derivados y acciones (como lo establece el artículo 200° de la Ley N° 26702). Adicionalmente, un banco de inversión tendría la ventaja de no requerir autorizaciones específicas para operar con derivados y commodities. En ese sentido, una reducción del actual requerimiento de capital mínimo para un banco de inversión podría reducir el costo de aprovechar estas ventajas adicionales y, por ende, incentivar la entrada de este tipo de entidades a nuestro mercado financiero.

Una hipótesis alternativa es que el tamaño del mercado peruano no haría rentable tener un banco de inversión que opere sólo en el Perú. Esta hipótesis podría estar respaldada por el anuncio del Grupo Credicorp de crear un banco de inversión a nivel regional, que funcionaría independientemente del Banco de Crédito. Para ello, este grupo ha adquirido recientemente las corredoras bursátiles y empresas de servicios financieros Correval (en Colombia) e *IM Trust* (en Chile), las cuáles se fusionarían con divisiones del Banco de Crédito relacionadas a la banca de inversión. En particular, el Grupo Credicorp ha manifestado que, con la creación de este banco de inversión, podrá aprovechar las oportunidades de negocio que se generarán del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Desde el punto de vista de una SAB y de compañías de asesoría financiera con potencial de constituirse en bancos de inversión *boutique*, el actual requerimiento de capital mínimo parecería ser una barrera a la entrada para que tengan el incentivo de constituirse en bancos de inversión. Actualmente, las principales SAB y compañías de asesoría financiera de Chile proporcionan, en el Perú, servicios de intermediación de valores y *research* (SAB peruanas de Celfin Capital y Larraín Vial), administración de fondos de inversión de capital de riesgo (Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión de Celfin Capital y Larraín Vial) y asesorías y estructuraciones financieras (Celfin Capital).

Así, un grupo económico, como el chileno Celfin Capital, no tiene incentivos para aportar S/. 25,1 millones y constituir un banco de inversión, ya que todas las operaciones que realiza un banco de inversión las pueden efectuar con la suma de las operaciones de una SAB y una entidad de asesoría financiera (denominada por la Superintendencia del Mercado de Valores como estructuradora)⁶⁵. Las únicas nuevas actividades a las que accederían como

65 Las estructuradoras que figuran en la Superintendencia del Mercado de Valores tienen un capital que fluctúa entre S/. 1,4 millones y S/. 3,7 millones.





banca de inversión serían las de especulación y/o estructuración de operaciones para clientes, con commodities y con productos financieros derivados (tales como *forwards*, futuros, *swaps*, opciones y derivados de crédito).

De esta forma, una reducción del capital mínimo exigido podría llevar a que bancos de inversión *boutiques* de países desarrollados con limitada presencia en el país, como *Europartners* o *Lazard*; entidades locales especializadas en asesoría financiera, como Apoyo Consultoría o Macroconsult; o, las principales SAB de la región, como Larraín Vial o Celfin Capital, consoliden su presencia y participación en el país como un banco de inversión. Ello permitiría que estas entidades aumenten el alcance de sus operaciones actuales y puedan constituir una mayor competencia a los bancos de operaciones múltiples y sus subsidiarias, en las áreas que tienen una posición dominante (estructuración / colocación de deuda y capital, adquisición y negociación de deuda pública, operaciones con derivados y administración de fondos mutuos).

Por lo tanto, una eventual reducción del requerimiento de capital mínimo para un banco de inversión podría contribuir al desarrollo del mercado de capitales, en la medida que ello incentive el ingreso de este tipo de entidades en el mercado para competir con las entidades que actualmente proporcionan servicios financieros propios de la banca de inversión.

III. SISTEMAS DE PAGOS

75. En el periodo de doce meses que terminó en marzo de 2012 se registró un crecimiento de las transferencias cursadas a través de los Sistemas de Pagos de importancia sistémica de 3,3% en valor y 10,9% en volumen⁶⁶. El crecimiento en el volumen de las transacciones en el período refleja una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte del público, principalmente de las transferencias de crédito procesadas por la Cámara de Compensación Electrónica (CCE) y por una mayor utilización del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR).

Cuadro 3.1
SISTEMAS DE PAGOS DE IMPORTANCIA SISTÉMICA
(Promedio diario)

Transacciones por Sistema (MN+ME)	Acumulado últimos 12 meses		Estructura % últimos 12 meses		Var. % 12 meses					
	2010	2011	Mar.10	Mar.11	Mar.11	Mar.12	2011/2010	Mar.11/Mar.10	Mar.12/Mar.11	
LBTR										
Valor (mill. S/.)	9 633	10 957	7 717	10 530	10 769	92,5	91,6	13,7	36,5	2,3
Volumen (unidades)	2 239	2 598	2 290	2 325	2 576	4,7	4,7	16,0	1,5	10,8
SMLV										
Valor (mill. S/.)	97	129	85	105	146	0,9	1,2	32,4	24,0	38,6
Volumen (unidades)	1 148	1 449	1 348	1 336	1 333	2,7	2,4	26,1	-0,9	-0,2
CCE										
Valor (mill. S/.)	728	823	626	754	847	6,6	7,2	13,1	20,5	12,3
Volumen (unidades)	44 674	49 210	41 191	45 456	50 581	92,5	92,8	10,2	10,4	11,3
Cheques										
Valor (mill. S/.)	622	669	556	638	680	5,6	5,8	7,4	14,8	6,5
Volumen (unidades)	33 788	33 095	33 364	33 557	33 038	68,3	60,6	-2,0	0,6	-1,5
Transferencias de Crédito										
Valor (mill. S/.)	105	155	70	116	167	1,0	1,4	46,6	66,4	44,2
Volumen (unidades)	10 886	16 115	7 827	11 899	17 543	24,2	32,2	48,0	52,0	47,4
TOTAL										
Valor (mill. S/.)	10 457	11 909	8 427	11 389	11 761	100,0	100,0	13,9	35,1	3,3
Volumen (unidades)	48 061	53 257	44 830	49 117	54 490	100,0	100,0	10,8	9,6	10,9

Fuente: BCRP.

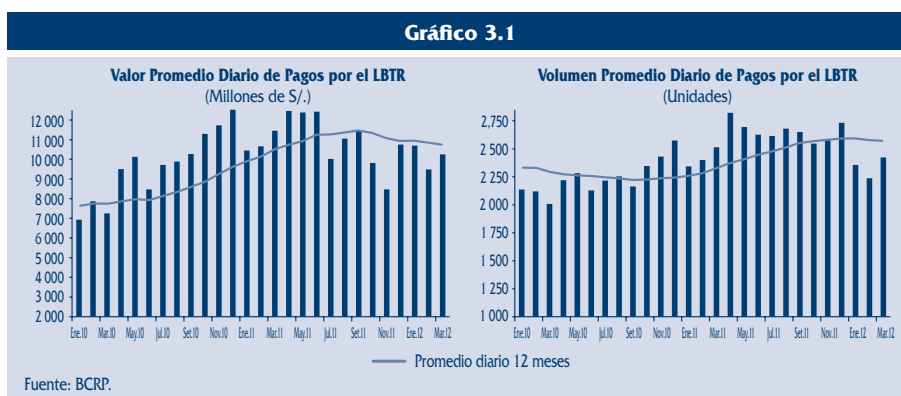
76. El total de transferencias efectuadas a través del Sistema LBTR aumentó en 2,3% en valor y en 10,8% en volumen, lo que refleja una reducción del valor promedio de las transferencias. Entre marzo de 2010 y marzo de 2011, el crecimiento del valor de las transferencias fue de 36,5%, lo que mostró una recuperación de la actividad económica luego de los efectos de la crisis internacional que afectó el nivel de las transacciones entre marzo de 2009 y marzo de 2010. En el período marzo 2011 – marzo 2012, la desaceleración del valor total de las operaciones estuvo asociada a la reducción de las transacciones en moneda nacional de muy alto valor (mayores a S/. 50 millones).

66 Las estadísticas de valor y volumen son expresadas en promedio diario de los últimos 12 meses.

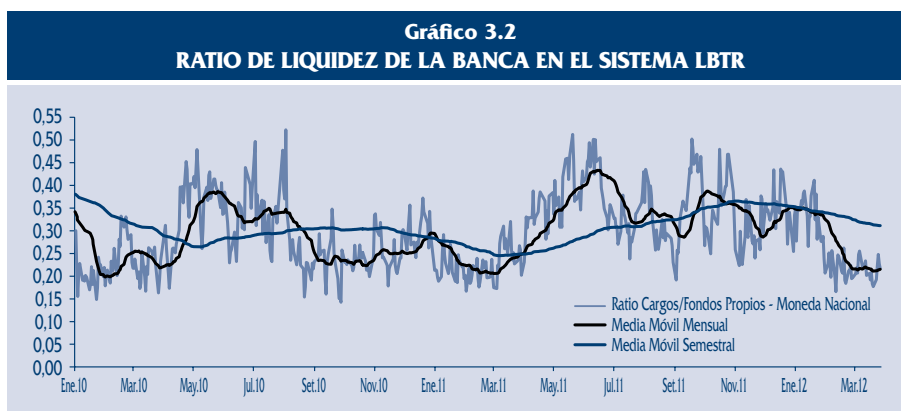




77. Desde setiembre de 2011, el BCRP incentivó un mayor dinamismo de las transacciones vía el Sistema LBTR, al implementar mejoras tecnológicas y una reducción de tarifas con un mecanismo de incentivo a un mayor volumen de transferencias. Al respecto, se espera que los participantes trasladen a sus clientes los beneficios del menor costo operativo y de la reducción de tarifas. Actualmente, las comisiones que cobran los participantes a sus clientes se mantienen en alrededor de S/. 20.

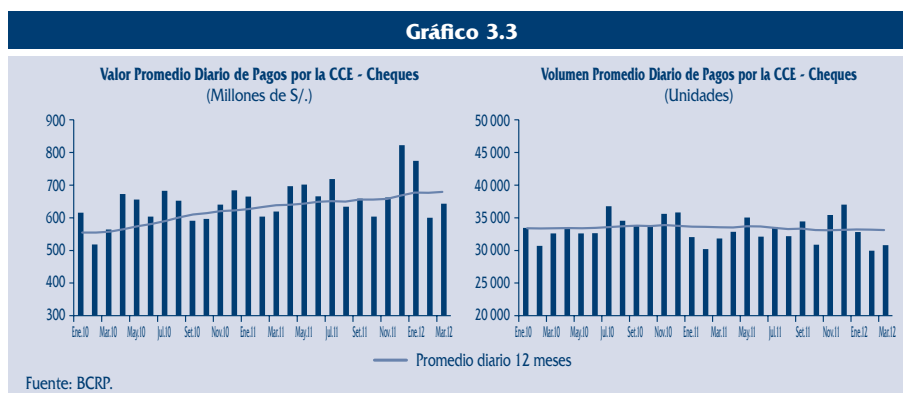


78. En el período octubre 2011 – marzo 2012, el ratio de liquidez en moneda nacional⁶⁷ mostró una tendencia decreciente, pasando el promedio semestral de 0,36 a 0,30. Esta reducción se explica por el incremento de los recursos líquidos del sistema financiero, principalmente por mayores tenencias de valores y depósitos BCRP por parte de los participantes en el LBTR. Así, el bajo nivel del mencionado ratio refleja un menor riesgo sistémico, facilitando que se concluya adecuadamente con los ciclos operativos de los sistemas de pagos.

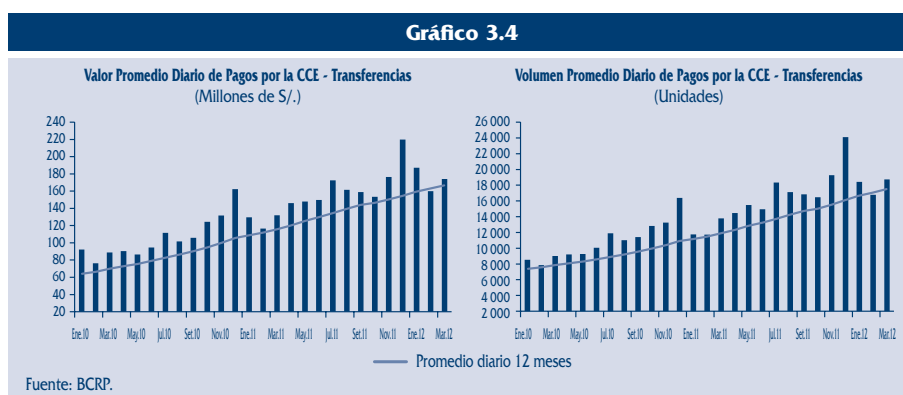


67 El ratio de liquidez es un indicador de riesgo que compara las obligaciones diarias de los bancos en los Sistemas de Pagos respecto de los recursos líquidos que mantienen en el BCRP o en valores emitidos por este. Así, niveles del ratio por debajo de 1 son señales de holgura de liquidez en los sistemas de pagos.

79. **Las operaciones procesadas por la CCE aumentaron en 12,3% y 11,3% en valor y volumen, respectivamente.** Destaca el dinamismo de las transferencias de crédito debido a la mayor aceptación y uso de este instrumento de pago electrónico.



80. **La participación de las transferencias de crédito en el volumen total de los sistemas de pagos pasó de 24,2% a 32,2%, mientras que decreció la de los cheques, de 68,3% a 60,6%.** El volumen de las transferencias de crédito⁶⁸ mantuvo su tendencia creciente, registrando en el periodo una tasa de crecimiento de 47,4%. En contraste, el volumen de las operaciones con cheques procesado por la CCE se redujo en 1,5%.



81. **Si bien se implementó una tercera sesión de transferencias de crédito en la CCE a partir de noviembre de 2011, todavía no participan en ella todas las entidades financieras.** Al respecto, se espera que éstas lleven a cabo las adecuaciones necesarias para integrarse a dicha sesión, dando mayor eficiencia a este instrumento para beneficio de sus clientes.

68 Las transferencias de crédito pueden ser ordinarias, para el pago de haberes, de proveedores, de CTS y de tarjetas de crédito.

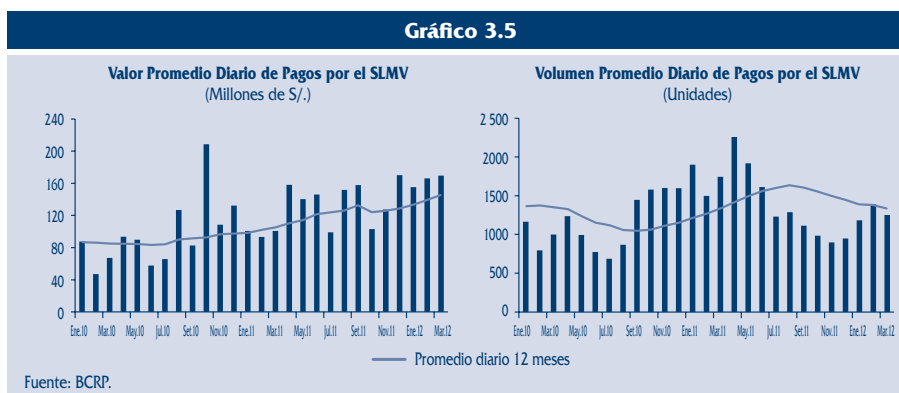




En abril de 2012, el BCRP aprobó la participación de CMAC Huancayo en la CCE. Cabe señalar que CMAC Cusco ya cuenta con autorización del BCRP, por lo que próximamente iniciaría su participación en el sistema de compensación.

82. El monto de las operaciones procesadas en el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) creció en 38,6% en el período, mientras que el número de transacciones decreció ligeramente en 0,2%. Destacan las operaciones con valores del gobierno nacional, cuyo crecimiento les permitió incrementar su participación, de 31% a 54% del valor de transacciones en el SLMV en los últimos doce meses. Este elevado crecimiento refleja, en parte, la mayor proporción de operaciones con bonos soberanos liquidadas en el SLMV como consecuencia del Decreto Supremo N° 061-2011-EF⁶⁹.

Por el contrario, las operaciones de Rueda de Bolsa liquidadas en el SLMV se redujeron en 7,9% y 1,7% en valor y volumen, respectivamente; en línea con la tendencia decreciente observada en la negociación en Rueda de Bolsa.



83. El 16 de abril de 2012 se publicó la versión definitiva de los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero por parte del Banco de Pagos Internacionales y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Estos Principios reemplazan a los estándares internacionales actualmente vigentes: los Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica, de enero de 2001; las Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores, de noviembre de 2001; y, las Recomendaciones para las Entidades de Contrapartida y Central, de noviembre de 2004. Los nuevos principios implican mayores exigencias para promover la seguridad y eficiencia de las diferentes infraestructuras del mercado financiero que tienen como objetivo el registro, compensación o liquidación de transferencias de fondos, valores y operaciones con derivados, entre otros.

69 Esta norma señala que las operaciones con bonos soberanos se deben liquidar mediante la modalidad de entrega contra pago, que es una de las características del SLMV.

84. Diversas iniciativas de pagos móviles vienen siendo desarrolladas en el país, las que serían implementadas en el presente año. Todas se orientan principalmente al segmento de la población que carece de acceso a los servicios financieros, lo que redundaría en beneficio de la inclusión financiera. Las iniciativas ligadas a la banca privada utilizarían “cuentas básicas”; el Banco de la Nación tiene un proyecto de pagos móviles con cuentas de depósito como un canal adicional de servicio. En la mayoría de iniciativas cooperarían operadores de telefonía celular o proveedores especializados. De otro lado, el Grupo Interbank introdujo al mercado, en abril del presente año, un producto basado en cuentas de dinero electrónico, utilizando tarjetas prepago, las que pueden ser asociadas a un celular.





RECUADRO 8 PAGOS MÓVILES E INCLUSIÓN FINANCIERA

Los pagos móviles⁷⁰ se llevan a cabo utilizando el teléfono celular u otro dispositivo similar de telecomunicaciones para iniciar, activar o confirmar un pago. Con este servicio se facilita la inclusión financiera porque mediante el uso de la amplia red de celulares es posible acceder a diferentes servicios de pagos, entre otros:

- Pagos o transferencias entre dos individuos.
- Pagos de consumidor a negocio por compras de bienes o servicios; por ejemplo, servicios públicos.
- Pagos de empresas a consumidores; por ejemplo, salarios.
- Pagos de empresa a empresa.
- Pagos del gobierno a individuos; por ejemplo subsidios de programas sociales.
- Pagos de los individuos al Gobierno.

La naturaleza de los pagos móviles es esencialmente la misma que la de cualquier otro servicio de pagos⁷¹; esto es, una persona instruye a la entidad en la que mantiene una cuenta que transfiera fondos a favor de otra persona. La característica principal es que en el caso de pagos móviles el teléfono celular se utiliza como canal.

Al respecto, existen diferentes modelos⁷² de pagos móviles; el liderado por bancos, el liderado por el operador de telefonía, el colaborativo entre dichas entidades y el liderado por un tercero que es un proveedor de servicios. En dichos modelos la cuenta en la que se mantienen los recursos para realizar transacciones puede ser bancaria⁷³ o no bancaria, incluyendo dinero electrónico. En este último caso, un usuario entrega fondos a un emisor de dinero electrónico⁷⁴ quien a cambio le crea una cuenta de dinero electrónico que puede almacenarse en computadoras o dispositivos tales como tarjetas pre-pago o teléfonos celulares.

Un factor importante para el desarrollo de este servicio es la definición del grupo objetivo cuya demanda específica se busca satisfacer; por ejemplo, en Japón el servicio se inició con el objetivo de facilitar pagos, principalmente los del transporte público masivo, mientras que en Kenia surgió para proveer servicios de pagos básicos, entre otros, de remesas domésticas, debido a la movilidad campo-ciudad. En ambos servicios se emplea dinero electrónico.

La experiencia de Kenia muestra la importancia de contar con una amplia red de agentes que lleve a cabo, de manera eficiente, las funciones de apertura de cuentas, recepción de fondos y retiro de los mismos, generando confianza en el servicio; porque las personas observan que pueden obtener efectivo cuando lo deseen.

Uno de los desafíos para los pagos móviles es lograr la interconexión entre los diferentes proveedores de dichos servicios, para no poner trabas a los flujos de fondos en la economía. Asimismo, se debe tener tarifas adecuadas que generen una amplia base de usuarios en un marco de competencia; en Europa por ejemplo, se permite que entidades no financieras emitan dinero electrónico y provean servicios de pagos móviles, compitiendo con las entidades financieras.

70 Ver: BCRP, Reporte de Estabilidad Financiera, Junio de 2008.

71 Bollen, Rhys, Recent developments in mobile banking and payments, 2009.

72 Chaix and Torre. Different models for mobile payments, 2010

73 Por ejemplo, cuentas básicas (cuentas de ahorro bancarias de trámite simplificado), diseñadas para promover mayor inclusión financiera y reglamentadas por la Resolución SBS N° 2108-2011, que señala menores requerimientos para abrirlas y límites para el monto de las operaciones con ellas.

74 Que en varios casos a nivel internacional es un operador de telefonía móvil.

IV. ANÁLISIS DE RIESGOS

85. La situación internacional aún presenta signos que generan incertidumbre en cuanto a su evolución para los siguientes meses. Por ello, se debe estar alerta ante la ocurrencia de posibles escenarios de deterioro que impliquen menores tasas de crecimiento mundial, lo que podría impactar negativamente a nuestra economía.

86. Los principales mecanismos de transmisión serían, por un lado, una reducción en los términos de intercambio y en la demanda por nuestras exportaciones, lo que afectaría a su vez el crecimiento del PBI doméstico. Por otro lado, una salida acelerada y desordenada de capitales así como un incremento en la volatilidad de los precios de nuestros principales activos financieros afectarían los portafolios de los inversionistas institucionales, pudiendo ocasionar incluso que se registren pérdidas temporales (fondos de pensiones administrados por las AFP) y reducciones en el número de participantes (fondos mutuos), lo que retroalimentaría los efectos negativos en los mercados financieros.

87. Los principales factores de incertidumbre en la evolución de la economía internacional están asociados a:

- a. El ritmo de crecimiento de los EE.UU. en los próximos años. La Reserva Federal considera probable que las tasas de interés de referencia de corto plazo se mantengan en sus niveles actuales hasta mediados del año 2014.

Los indicadores observados en los últimos meses han sido, en su mayoría, positivos y han generado que se incremente la posibilidad que no se requiera de una tercera ronda de relajación cuantitativa (*quantitative easing*). Asimismo, en el Reporte de Inflación (RI) de Marzo de 2012, el BCRP estima una tasa de crecimiento mundial para los años 2012 y 2013 de 3,3% y 3,8%, respectivamente.

- b. La persistencia de la crisis de deuda en la Zona Euro, centrándose la discusión actual en los efectos del ajuste fiscal para el retorno al crecimiento económico. En los últimos meses, los problemas de sostenibilidad fiscal han traído consigo constantes reducciones en la calificación crediticia de distintos países como Francia, Grecia, España, Italia y Portugal, así como de importantes instituciones financieras europeas. La incertidumbre se centra en el alto grado de interconexión entre los mercados financieros de la Eurozona (interbancario y de deuda soberana) y en las elevadas tenencias de los bancos europeos de su propia deuda soberana. En los últimos meses, se ha incrementado la percepción de riesgo de un efecto contagio





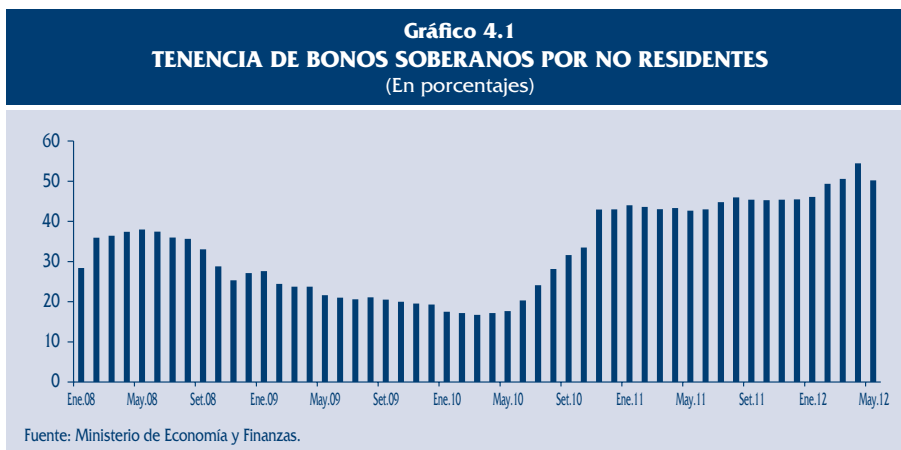
desde Grecia hacia otros países de la Zona Euro, principalmente a España, considerando los serios problemas de recapitalización del sistema financiero de este último país.

Entre las medidas tomadas en la Eurozona destacan: i) la inyección de liquidez del Banco Central Europeo; ii) el intercambio de deuda en Grecia, que redujo su endeudamiento en € 105 mil millones y que permitió la aprobación de un segundo paquete de rescate por € 130 mil millones; y, iii) la firma de un acuerdo que establece un límite de 0,5% del PBI al déficit fiscal, que incluye la implementación de medidas correctivas automáticas en caso se sobrepase dicho límite. El acuerdo entraría en vigencia en enero de 2013 y ha sido firmado por 25 países de la Unión Europea, con la notable excepción del Reino Unido.

El riesgo de que Grecia abandone la Eurozona ha aumentado luego de los resultados no concluyentes de la elección del 6 de mayo y del posterior retiro de depósitos del sistema bancario griego. Esa situación estaría generando una preocupación adicional por la posibilidad de que el retiro de depósitos se extienda hacia otros países de la Zona Euro como España, Italia, Portugal e Irlanda.

- c. La evolución de la economía de China. De acuerdo al RI de Marzo de 2012, la proyección de crecimiento del PBI para el año 2012 se mantiene en 8,2%; aunque la proyección para el año 2013 se ha reducido, de 8,4% a 8,2%. Los riesgos de una desaceleración de la actividad manufacturera producida por una menor demanda mundial, así como el riesgo inflacionario que limita la posibilidad de una política monetaria expansiva, podrían generar una reducción mayor que la esperada en el crecimiento de su PBI. Sin embargo, la fortaleza que posee China en consumo e inversión interna podría contrarrestar estos efectos; fortaleza que se habría reflejado en la decisión de las autoridades chinas de no implementar un plan de estímulo a su economía.

88. Los instrumentos de deuda pública del gobierno se encuentran concentrados en los inversionistas no residentes, básicamente de corto plazo, que buscan la rentabilidad derivada de las diferencias entre las tasas de interés internacionales y las domésticas (*carry trade*). El riesgo asociado a la elevada participación de estos inversionistas en nuestro mercado financiero radica en que, al buscar ganancias de corto plazo, generan entradas y salidas intempestivas de capital que afectan las expectativas cambiarias y la estabilidad de nuestros mercados por el nivel de dolarización financiera. A manera de ilustración, en la turbulencia financiera de fines de los años noventa, la salida masiva de capitales de corto plazo tuvo efectos muy serios en nuestra estabilidad financiera.



A fines de 2008, ante la incertidumbre derivada de la crisis financiera subprime, los inversionistas buscaron refugio en activos seguros (proceso de *flight to quality*), tales como los instrumentos de deuda de los EE.UU. En Perú, los inversionistas no residentes que vinieron atraídos por el *carry trade*, hasta el primer trimestre de ese año, siguieron similar estrategia. Así, la participación de los inversionistas no residentes en las tenencias de Bonos del Tesoro Público (BTP) en setiembre de 2008 ascendía a 33%; descendiendo en 12 puntos porcentuales a junio de 2010.

Entre junio de 2010 y julio de 2011, los inversionistas no residentes incrementaron de forma sostenida su participación de BTP. Luego, la incertidumbre derivada de la crisis de deuda europea no generó cambios en esa tendencia. En mayo de 2012, la participación de estos inversionistas se ubica en 50%. Entre los factores que han contribuido a este flujo están los fundamentos de nuestra economía y la mejora de la calificación crediticia de la deuda soberana.

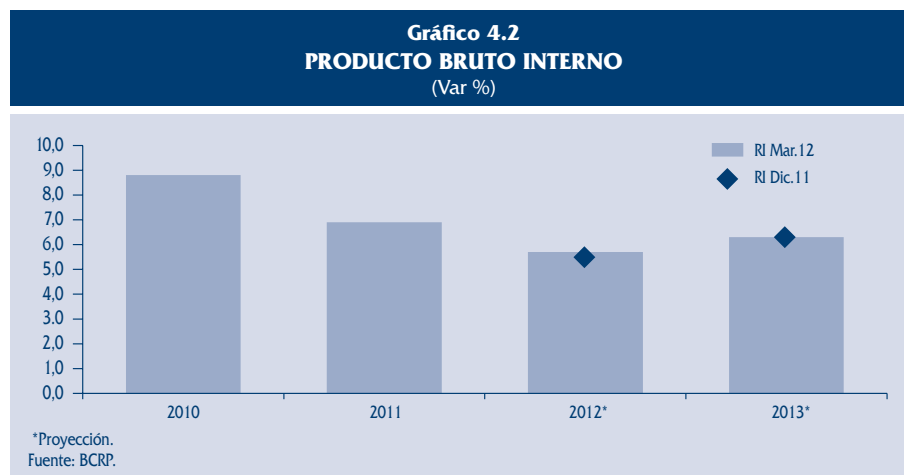
Un factor que limita la entrada de más capitales de corto plazo es el reducido tamaño de nuestro mercado de capitales y las medidas del BCRP, tales como el encaje para depósitos de corto plazo de los no residentes. Sin embargo, siempre está presente la posibilidad que, ante un cambio en las condiciones internacionales, ocurra una salida abrupta de estos inversionistas, para lo cual venderían sus posiciones en BTP para adquirir dólares, generando presiones en el tipo de cambio que podrían afectar la estabilidad de nuestros mercados financieros.

89. Se espera que la economía peruana continúe creciendo en 2012 y 2013, aunque a tasas menores que en 2011. Por su parte, el riesgo de crédito de la banca, medido como la cartera morosa sobre el total de colocaciones, se mantendría en un rango estable con sesgo moderado a la baja.





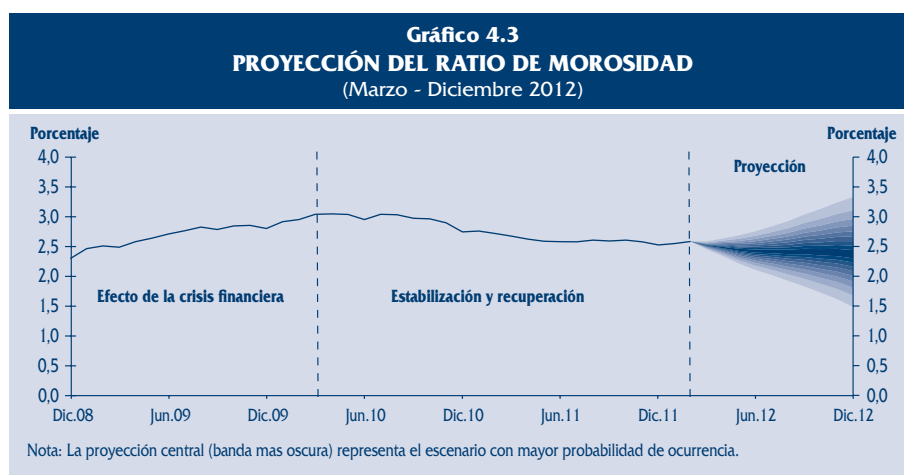
En el RI de Marzo de 2012, el BCRP estima una tasa de crecimiento de la economía para 2012 de 5,7% versus la tasa de 5,5% proyectada en el RI de Diciembre de 2011. Los factores que explican esta revisión al alza en la proyección son una mayor inversión privada (de 7,0% a 8,4%) y pública (de 33,1% a 34,3%).



La menor tasa de crecimiento esperada en 2012, con respecto al resultado de 2011, desaceleraría la demanda de créditos por parte de las empresas no financieras con el sistema financiero, tanto en préstamos directos (menores proyectos de inversión) como en créditos para operaciones de comercio exterior (menores exportaciones e importaciones).

En el Gráfico 4.3 se presenta la proyección del ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas de la banca, para el periodo marzo – diciembre de 2012, en términos de su distribución de posibles resultados (*fan chart*)⁷⁵. Con la última proyección del PBI y asumiendo una volatilidad moderada en el tipo de cambio, en el segundo trimestre el escenario más probable de proyección indica que el ratio de morosidad estaría alrededor de 2,6% en junio de 2012 y entorno a de 2,4% en diciembre de 2012, siguiendo una trayectoria suave en lo que resta del año, haciéndose más pronunciada en el último trimestre de 2012.

75 El fan chart representa la función de densidad de probabilidad de los valores futuros de una variable. En el caso de la proyección del ratio de morosidad, la función de densidad de pronóstico puede ser asimétrica. En caso resulte asimétrica, ello indicaría que la probabilidad de que los valores futuros de la variable puedan estar por encima o por debajo de la senda central no es igual.



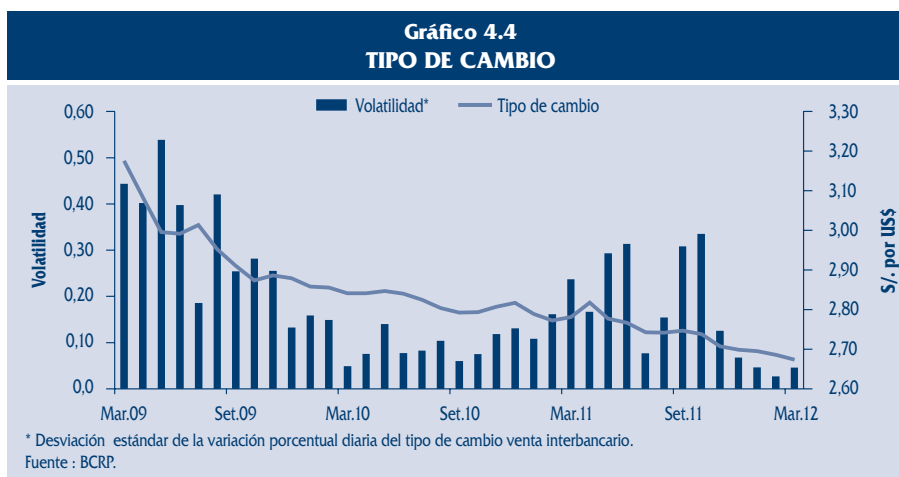
90. El riesgo cambiario crediticio del sistema financiero está muy ligado a la incertidumbre internacional.

La percepción de riesgo de los activos de las economías emergentes se podría incrementar y, con ello, la probabilidad de una salida de capitales (proceso de *flight to quality*). Esta salida elevaría las expectativas cambiarias, lo que, a su vez, podría materializar la exposición al riesgo cambiario crediticio de las entidades financieras que otorgan créditos en dólares a empresas no financieras y hogares cuyos ingresos están en nuevos soles.

Las empresas no financieras aún mantienen una alta exposición de sus balances a las variaciones del tipo de cambio⁷⁶. A marzo de 2012, la dolarización de la deuda de las empresas con el sistema financiero está en 54%. Por tipo de empresa, las corporativas, grandes y medianas empresas son las que presentan la mayor exposición al riesgo cambiario, ya que mantienen una dolarización de su deuda de 65%, 73% y 68%, respectivamente; sin embargo, este nivel de dolarización tiende a ser alto como reflejo de la estructura de transacciones por moneda con sus proveedores. Por el contrario, las microempresas (con una dolarización de 7%) y las pequeñas empresas (con una dolarización de 19%) presentan una baja exposición ante un potencial incremento abrupto del tipo de cambio.

⁷⁶ Cuando las empresas deciden su estructura de financiamiento, también deciden si el financiamiento con préstamos del sistema financiero se da en dólares o en nuevos soles. Si la empresa mantiene deuda en dólares y tiene ingresos en nuevos soles, entonces una depreciación de la moneda local incrementa su deuda en dólares expresada en nuevos soles, lo que reduce su capacidad de pago y, probablemente, su inversión y producción. Cabe mencionar que la exposición al riesgo cambiario podría ser administrada si la empresa tomara alguna cobertura con algún contrato *forward* de monedas.





Por otro lado, destaca que los depósitos de ahorro y a plazo de las personas jurídicas, a enero de 2012, registran una dolarización de 49% y 42%, respectivamente, lo que les ayuda a su calce cambiario.

91. El nivel de dolarización de la deuda por créditos hipotecarios (49%) y por créditos vehiculares (71%) de los hogares es alta. Así, existe una importante exposición al riesgo cambiario de los hogares que toman un crédito hipotecario en dólares y generan sus ingresos en nuevos soles, ya que una depreciación de la moneda nacional incrementaría su carga financiera durante un largo periodo (debido al plazo de estos créditos, que puede llegar hasta 30 años).

Si bien la dolarización de los créditos de consumo es de 9%, por lo que la exposición al riesgo cambiario de los hogares por este tipo de deuda es menor; los créditos vehiculares registran un elevado y creciente nivel de dolarización, que pasó de 64% en marzo de 2011 a 71% en marzo de 2012. No obstante ello, en este caso el potencial impacto de una depreciación sobre la carga financiera de las familias sería menor que en el caso de los créditos hipotecarios, tanto por el menor monto promedio de estos créditos como por su plazo más corto (entre 2 y 5 años, que son los plazos a los que usualmente se otorgan estos créditos).

Cabe indicar que, con datos a enero de 2012 (última información disponible), la dolarización de los depósitos de ahorro y plazo de las personas naturales (incluyendo personas jurídicas sin fines de lucro) es alrededor de 38%.

Asimismo, el monto total de ambos tipos de depósitos denominados en dólares duplica el monto total de los créditos en dólares otorgados a los hogares (aunque no necesariamente son los mismos clientes).

92. La dinámica de crecimiento de los créditos hipotecarios señala la necesidad de contar con medidas prudenciales que eviten un sobreendeudamiento que en momentos de estrés afecte la estabilidad financiera.

Tal como se señaló en el anterior REF, se distinguen dos factores que se han flexibilizado en el mercado hipotecario: el aumento del ratio préstamo/valor del inmueble ó *loan to value* (LTV), de 80% a 90%⁷⁷ (entre 80% y 90%, para los bancos; y, de 80%, para las entidades no bancarias)⁷⁸ y el mayor nivel del apalancamiento (deuda promedio/ingreso promedio) en los hogares. Esto último está en línea con los mayores plazos ofrecidos por las entidades financieras (hasta 30 años, para las entidades bancarias; y, hasta 20 años, para las entidades no bancarias), por lo que el impacto neto sobre la cuota mensual no habría sido relevante.

Considerando que la adquisición de una vivienda involucra, en la mayoría de los casos, el otorgamiento de un crédito hipotecario, existe una fuerte relación entre el precio de las viviendas y las condiciones de crédito (entre ellas, el nivel de apalancamiento del demandante del crédito).

93. En periodos de estabilidad, un relajamiento de los estándares de otorgamiento de crédito puede conducir a un incremento tanto del crédito hipotecario como del precio de las viviendas. Por otro lado, un endurecimiento de los estándares crediticios reduce significativamente la presión en el incremento del precio de las viviendas. La reciente crisis financiera internacional *subprime* evidenció que un rápido crecimiento en el crédito hipotecario a deudores *prime* y *subprime*, asociado con un deterioro prolongado en los estándares de otorgamiento del crédito, al final implicó una apreciación considerable del precio de las viviendas.

De acuerdo a la última Nota de Estudios sobre Indicadores Inmobiliarios del BCRP, el ratio del precio de vivienda / alquiler anual de la misma mantiene un nivel menor que el considerado crítico para señalar la existencia de una burbuja inmobiliaria⁷⁹.

77 Existe evidencia mixta respecto a la interrelación entre el LTV y el precio de las viviendas, en países desarrollados, dado que elevados ratios se asocian con precios elevados de viviendas y crecimiento del crédito. Sin embargo, en países emergentes el efecto desaparece, probablemente al existir límites menos formales a los créditos.

78 En el Recuadro 2 de la sección Hogares se presenta un análisis de las demás condiciones crediticias en el mercado de créditos hipotecarios.

79 El rango para considerarlo "normal" oscila entre 12,5 y 25,0, según el *Global Property Guide*.



**Cuadro 4.1**
PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL 1/

Distrito	2010			2011			2012	
	IIT	IIIT	IVT	IT	IIT	IIIT	IVT	IT
Jesús María	11,8	10,5	11,9	12,6	13,1	12,9	13,0	13,0
La Molina	13,0	15,7	16,1	16,5	17,2	15,2	15,8	15,9
Lince	15,9	14,2	14,8	14,3	15,6	16,5	14,1	13,9
Magdalena	10,6	11,7	10,9	11,6	13,7	12,7	12,5	14,5
Miraflores	10,9	12,1	13,3	12,9	14,1	15,6	15,7	17,4
Pueblo Libre	14,5	13,6	14,1	15,6	15,6	15,0	15,3	15,4
San Borja	15,8	15,5	14,7	15,3	17,2	16,6	17,2	17,6
San Isidro	14,4	13,6	13,8	15,6	15,9	14,9	16,7	18,4
San Miguel	13,6	12,0	14,8	17,7	15,9	13,7	12,8	14,8
Surco	12,8	13,8	14,7	15,9	15,8	13,4	16,3	16,6
Promedio	13,3	13,3	13,9	14,8	15,4	14,6	14,9	15,8

1/ Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta y alquileres de cada distrito.
Fuente: Subgerencia de Estadísticas Macroeconómicas, BCRP.

94. Es importante continuar evaluando el riesgo de tasas de interés asociado a la cartera hipotecaria de las entidades financieras. Así, al presentar la mayoría de créditos otorgados una estructura de tasa de interés mixta, en la que inicialmente se paga una tasa de interés fija, por un periodo entre 5 y 10 años, y luego una tasa de interés variable (usualmente *Limabor* más determinados puntos porcentuales), el riesgo se convierte en relevante en un escenario de aumentos en las tasas de interés que podría afectar la capacidad de pago de los deudores al incrementarse el monto de la cuota mensual que deben pagar.

Este riesgo se origina en el hecho que las principales fuentes de fondeo de dicha cartera continúan siendo las captaciones de depósitos por CTS y la emisión de instrumentos de deuda de largo plazo, casi todos ellos a tasas de interés variable. Por ello, es recomendable que las entidades financieras revisen sus alternativas de financiamiento, de manera de calzar el plazo de sus operaciones.

Al presentar los créditos en nuevos soles una tendencia creciente en la estructura de la cartera hipotecaria (actualmente, representan el 50%), es recomendable que se considere la emisión de bonos hipotecarios denominados en nuevos soles⁸⁰ (para reducir el riesgo de tipo de cambio) y a tasas fijas (para reducir el riesgo de tasa de interés).

95. En base a lo anterior, es necesario continuar con el análisis de la evolución de las condiciones crediticias del mercado.

La flexibilización en las condiciones crediticias es positiva siempre que contribuya a facilitar el acceso a clientes con capacidad de pago y buenos antecedentes crediticios; y que la entidad cuente con las herramientas necesarias para gestionar

80 El saldo de de bonos hipotecarios asciende a US\$ 27 millones.

los diferentes riesgos involucrados. De lo contrario, la flexibilización permitiría que malos clientes accedan a créditos, lo que en el extremo podría comprometer la reputación o estabilidad de la entidad e, incluso, la del sistema financiero en su conjunto.

En 2011, también se observó una reducción en los gastos para las personas que adquieren créditos, ya que la SBS modificó el Reglamento de Transparencia⁸¹, prohibiendo a las instituciones financieras el cobro de cargos por la cancelación anticipada o prepagos de créditos, en forma total o parcial, y prohibiendo que las instituciones financieras cobren cargos por la evaluación y administración de las garantías vinculadas a los créditos hipotecarios de viviendas⁸². No obstante ello, se debe indicar que estos menores gastos no constituyen una flexibilización de las condiciones crediticias, sino una corrección de las distorsiones observadas en el mercado.

En la actualidad, la libre determinación de las tasas de interés ha conducido a reducciones sostenidas del costo del crédito en todos los segmentos, así como al ingreso de nuevas empresas y personas como sujetos de crédito del mercado formal. En este contexto de libre competencia se garantiza que la población de menores ingresos acceda a recursos financieros en condiciones adecuadas, permanentes y predecibles. Sin embargo, el establecimiento de topes a las tasas de interés⁸³ introduciría distorsiones en el mercado de créditos que limitarían su desarrollo y expansión. En esta situación, las personas no atendidas por el mercado formal recurrirían al mercado no regulado de créditos, caracterizado por el cobro de mayores tasas de interés y condiciones crediticias que no otorgan protección al prestatario.

96. Tal como se mencionó en el REF de Noviembre de 2011, el marco legal vigente hace que el sistema de cajas municipales peruanas enfrente una barrera para el ingreso de socios estratégicos, lo que limita el proceso de capitalización de estas entidades financieras.

La Ley 26702 (Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS) establece que los Concejos Municipales pueden acordar la participación de personas naturales o jurídicas (preferentemente, instituciones afines del país y del exterior) en el accionariado de las correspondientes CMAC. No

81 Resolución SBS N° 7897-2011: Modificaciones al Reglamento de Transparencia de Información y Disposiciones Aplicables a la Contratación con Usuarios del Sistema Financiero y al Reglamento de Tarjetas de Crédito.

82 De acuerdo a la publicación del FMI: *Global Financial Stability Report* (2011), la mayoría de países tienen una penalidad por el prepagado para compensar al prestamista por el riesgo de reinversión y el costo por el procesamiento del pago.

83 Proyecto de Ley N° 66/2011-CR, elaborado por la Comisión de Defensa del Consumidor y Organismos Reguladores de los Servicios Públicos del Congreso





obstante ello, en la actualidad, los Concejos Municipales siguen siendo los únicos dueños de estas entidades financieras. Cabe aclarar que, si bien la Municipalidad no ejerce el control del Directorio de la CMAC (tiene 3 de 7 asientos), todos los miembros del Directorio deben ser ratificados por el Concejo Municipal.

Según la última información pública disponible, de las 12 CMAC, solo tres (Del Santa, Ica⁸⁴ y Pisco) tienen un accionista minoritario distinto a la Municipalidad Provincial fundadora: el Fondo de Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (FOCMAC). El FOCMAC es una institución financiera de segundo piso de propiedad de las CMAC cuya misión es canalizar recursos financieros de entidades nacionales y extranjeras a las CMAC, así como apoyar en operaciones de reforzamiento patrimonial de las mismas. Su estatuto⁸⁵ contempla la incorporación como accionistas de instituciones extranjeras u organismos internacionales, que podrían adquirir hasta el 49% del capital social del FOCMAC. Sin embargo, a diciembre de 2010, las CMAC (95,72% de participación) y la Federación Peruana de CMAC (4,28%) eran sus únicos accionistas⁸⁶.

97. La entrada de nuevos socios debe ser vista como una oportunidad para potenciar el negocio de las CMAC.

Actualmente, el sistema de CMAC viene creciendo sólo a través de la capitalización de sus utilidades, lo que limita su crecimiento potencial. El ingreso de nuevos accionistas favorecería la capitalización de estas entidades a través de aportes de capital fresco.

84 Adicionalmente, en el caso de la CMAC Ica, también tiene participación minoritaria la Municipalidad Provincial de Chincha, tras la fusión por absorción de CMAC Ica y CMAC Chincha, en julio de 2006 (Resolución SBS N° 705-2006).

85 Resolución SBS N° 043-91, modificada por la Resolución SBS N° 605-98.

86 Memoria 2010 del FOCMAC (<http://www.fpcmac.org.pe/focmac/>).

RECUADRO 9
LECCIONES DE LA REESTRUCTURACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORRO DE ESPAÑA

Las Cajas de Ahorro de España fueron creadas con una doble naturaleza: como entidades financieras destinadas a promover la inclusión financiera y el acceso al crédito; y como entes con un fin social. Los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorro españolas están conformados por representantes del gobierno local, así como por representantes directos de ahorristas, trabajadores y entidades de diversa índole (cultural, científico, benéfico, cívico, económico o profesional) y de reconocido arraigo en el ámbito local.

En un reciente estudio de CEPAL⁸⁷, se señalan algunas debilidades del modelo de Cajas de Ahorro españolas:

- i. Su dificultad para captar capital, por sus limitaciones para ceder poder en sus órganos de gobierno a inversionistas privados a cambio de capital. Los instrumentos mediante los cuales las Cajas de Ahorro podían captar capital (cuotas participativas), tal y como fueron regulados en 2002, mostraban limitaciones tanto por su escasa liquidez como por la imposibilidad de atribuirles derechos políticos a sus inversionistas.
- ii. La excesiva politización de sus órganos de gobierno, lo que indujo un excesivo cortoplacismo en la gestión de las Cajas de Ahorro. Ello buscó ser subsanado con las recientes reformas al marco regulatorio que rige a las Cajas de Ahorro españolas.

Para mitigar los efectos negativos de la crisis financiera internacional de 2007-2009 y el estallido de la burbuja inmobiliaria en España, las autoridades de ese país implementaron medidas para fortalecer su sector financiero y, en particular, a las Cajas de Ahorro (las más expuestas al sector inmobiliario). Para ello, iniciaron un proceso de reestructuración y reforma del marco legal del sector de Cajas de Ahorro que incluyó:

- i. **Creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)**⁸⁸ para la intervención de las entidades con problemas de solvencia y la promoción de la integración entre entidades viables, mediante el acceso a inyecciones de capital (Real Decreto-ley 9/2009). El FROB tiene el mismo régimen jurídico de los Fondos de Garantía de Depósitos (FGD)⁸⁹, esto es, personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada para el desarrollo de sus fines. Se constituyó con una dotación inicial de € 9 000 millones (€ 6 750

87 González et al. "Auge, caída y transformación de las cajas de ahorro españolas: lecciones para América Latina". CEPAL – Serie Financiamiento del Desarrollo N° 237. Naciones Unidas, marzo de 2011.

88 El órgano de gobierno del FROB está representado por la Comisión Rectora, compuesta por 9 miembros, de los cuales 4 miembros son del Banco de España (uno de ellos actuará como Presidente de la Comisión); 2 miembros del Ministerio de Economía; 3 miembros de los respectivos FGD de las entidades financieras; y un representante (sin derecho a voto) del Departamento de Intervención General de la Administración del Estado.

89 En España, existían tres FGD: uno de los bancos; otro de las cajas de ahorro; y el último, de las cooperativas de crédito. En octubre de 2011, los tres FGD formaron un único Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, que mantiene las funciones y rasgos característicos de los tres fondos a los que sustituyó.





millones son aportes del Estado y € 2 250 millones de los FGD), monto que fue ampliado hasta € 15 000 millones, en febrero de 2012, con aportes del Estado.

El FROB es un mecanismo de intervención en el que priman las soluciones privadas frente a la intervención pública; y que contempla tres fases secuenciales (en caso que una fase no sea factible, se pasa a la siguiente):

- Búsqueda de una solución privada que permita reforzar la solvencia de la entidad financiera (por ejemplo, aporte de accionistas) y, así, subsanar sus deficiencias.
- Adopción de medidas con intervención del FGD para superar la situación de insolvencia. En este caso, se elabora un plan de restructuración, aprobado por el Banco de España, cuyo objeto es la fusión o absorción de la entidad, o la cesión global o parcial de activos y pasivos.
- La intervención del FROB, en cuyo caso el Banco de España sustituye a los administradores de la entidad afectada, nombrando como administrador al FROB.

En ausencia de la solución privada, el FGD correspondiente, en los términos de su normativa, adoptará las medidas necesarias para atender las debilidades de la entidad.

- ii. **Reforma del régimen jurídico de las Cajas de Ahorro.** En julio de 2010, se modificó la normativa de las Cajas de Ahorro, a través del Real Decreto-ley 11/2010, a fin de fortalecerlas en cuanto a su capitalización y la profesionalización de sus órganos de gobierno. La regulación anterior les permitía a las Cajas emitir cuotas participativas con derechos económicos pero no políticos (sin derechos de voto), lo que en la práctica demostró ser insuficiente para atraer nuevos inversionistas. Con la reforma, se pueden añadir derechos políticos a dichas cuotas, de manera directamente proporcional al porcentaje que las mismas representen sobre el patrimonio.
- iii. **Reforzamiento del sistema financiero.** El Real Decreto-ley 2/2011, de febrero de 2011, estableció un requerimiento mínimo de capital básico o “core capital” para las entidades financieras de 8% de los activos ponderados por riesgo (Basilea II recomienda 2%; y, Basilea III, 4%); el mismo que aumenta a 10% para las Cajas de Ahorro que tengan menos de 20% de participación de capital privado de terceros. Con ello, se incentivan los aportes de capital de socios privados en las Cajas de Ahorro.
- iv. **Saneamiento del sector financiero.** El Real Decreto-ley 2/2012, de febrero de 2012, dispuso nuevos requerimientos adicionales de provisiones y de capital, orientados exclusivamente a la cobertura del deterioro de los balances bancarios ocasionados por los activos vinculados a la actividad inmobiliaria. Esta disposición se complementó con el Real Decreto-ley 18/2012, de mayo de 2012, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero; el cual, a su vez, prevé la constitución de sociedades de capital a las que las entidades financieras deberán aportar todos los inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionadas a la actividad inmobiliaria.

Como resultado de este proceso de reestructuración, se observó una consolidación de las Cajas de Ahorro, cuyo número pasó de 45 a 11, las mismas que empezaron a operar como bancos. De estas entidades, 4 fueron reestructuradas, 2 fueron recapitalizadas y 7 estuvieron involucradas en procesos de integración (de estas últimas, UNNIM fue también reestructurada y NovaCaixaGalicia fue también recapitalizada)⁹⁰.

Cabe mencionar que, el 8 de junio de 2012, el FMI publicó la actualización del reporte del Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP) de España, en el que concluyó que si bien el núcleo del sistema parece ser sólido, aún persisten vulnerabilidades en algunos segmentos, por lo que es necesario continuar con el proceso de reestructuración y recapitalización en el contexto del deterioro de las condiciones económicas. Las pruebas de estrés en el escenario desfavorable mostrarían que los bancos más grandes estarían suficientemente capitalizados, en tanto que varios otros necesitarían incrementar su capital, en total, por alrededor de € 40 mil millones. Posteriormente, el 9 de junio, el Eurogrupo manifestó su intención de otorgar a España (en caso que este país haga el requerimiento formal) una línea de crédito por hasta € 100 mil millones, para la recapitalización de las instituciones financieras españolas.

98. El mercado de capitales continúa presentando un lento crecimiento asociado a la reducida oferta de activos financieros para los principales inversionistas institucionales. La baja entrada de nuevas empresas emisoras también representa un factor que limita el desarrollo del mercado de capitales. Ambas distorsiones en el mercado pueden estar originando una valorización no adecuada de ciertos instrumentos financieros, lo cual perjudica la rentabilidad de los portafolios de los inversionistas institucionales, como las AFP, y por ende a los afiliados del Sistema Privado de Pensiones.

Las carteras administradas por los inversionistas institucionales enfrentan problema de diversificación al no existir suficientes activos financieros que les permita una combinación de riesgo y retorno adecuada. Asimismo, la concentración de los activos financieros en pocos inversionistas limita la liquidez de dichos instrumentos y su negociación en el mercado secundario.

Uno de los factores que limita el aumento de la oferta de instrumentos de deuda y de capital es la poca disposición de las empresas de revelar información de sus estados financieros. Esta situación podría mejorar al disponerse que las sociedades o entidades cuyos ingresos anuales por venta de bienes y/o prestación de servicios o activos totales sean iguales o superen las 3 mil UIT envíen sus estados financieros auditados a la SMV.

90 En marzo de 2012, se aprobó la compra de Banca Cívica por parte de Caixabank, formando la entidad con mayor tamaño de activos en España (alrededor de € 342 mil millones a esa fecha); y, en mayo, se autorizó la nacionalización de Bankia, a través de la capitalización de las acreencias del FROB (que ascienden a alrededor de 56% del patrimonio de la entidad).





Una consecuencia de las limitadas alternativas de inversiones es que los instrumentos disponibles presenten precios por encima de los fundamentales. De igual forma, puede existir una valorización no adecuada de los nuevos instrumentos que se emiten tanto en los mercados de deuda pública como privada.

Una alternativa de inversión para las AFP que le permitiría mejorar la diversificación es el desarrollo de las Asociaciones Público Privadas (APP). Sin embargo, la inversión de las AFP en estos instrumentos está limitada por los extensos plazos en la estructuración de los proyectos y en la entrega de las concesiones.

99. **El aumento de la oferta de instrumentos de deuda y de capital es aún limitada por la poca disposición de las empresas de revelar información de sus estados financieros.** Esta situación podría mejorar al disponerse que las sociedades o entidades cuyos ingresos anuales por venta de bienes y/o prestación de servicios o activos totales sean iguales o superen las 3 mil UIT, envíen sus estados financieros auditados a la SMV.

Si bien en los últimos meses han existido iniciativas para fomentar el desarrollo del mercado de capitales; tales como el procedimiento de inscripción automática de instrumentos de corto plazo y la presentación de los estados financieros auditados a la Central de Balances; aún persisten las dificultades asociadas a la emisión de nuevos instrumentos financieros. Por ello, se hace necesario que los organismos reguladores continúen simplificando el procedimiento de emisión bajo oferta pública. Por el lado de los demandantes de instrumentos financieros, se requiere una mayor flexibilización de las normativas de las inversiones de las AFP para evitar la concentración de los portafolios que administran en pocos emisores e instrumentos.

100. **El desarrollo aún limitado de nuestros mercados financieros y de capitales podría generar la adopción de medidas administrativas que, en vez de fomentar su progreso, generarían distorsiones que afecten los incentivos de los agentes e impidan el desarrollo de mercados competitivos.**

Estas medidas pueden reflejarse en propuestas de normativa que afectan las condiciones en que opera el mercado. A manera de ejemplo, podemos mencionar las iniciativas que buscan influenciar la determinación de los precios (por ejemplo, topes a las tasas de interés y a las comisiones), limitando la oferta de servicios financieros en la economía y, por ende, la inclusión financiera. Igualmente, se encuentran las propuestas orientadas a la asignación de los portafolios de inversiones (por ejemplo, direccionamiento del portafolio hacia activos de una moneda o de un sector), disminuyendo el nivel de eficiencia del portafolio e incentivando la realización de inversiones en la economía hacia aquellos proyectos de mayor costo y riesgo.

Asimismo, se pueden aprobar proyectos que restringen el acceso del público a la información financiera de las empresas (por ejemplo, a la central de balances), lo que restaría las posibilidades de que estas empresas se hagan conocidas en el mercado y limitaría el potencial de desarrollo de algunas de ellas como su acceso a fuentes de financiamiento más baratas.

Por ello, se debe procurar establecer un marco regulatorio que incentive la disciplina del mercado y que desincentive la participación del Estado como garante de las acciones que tomen los agentes del mercado y de la evolución del ciclo económico. De esta forma, se impulsaría una mayor eficiencia de mercado, entendida como la capacidad de lograr mayores ingresos con los menores costos. De lo contrario, se podría generar un problema de riesgo moral, es decir que los agentes no sean responsables de las consecuencias de sus acciones.





RECUADRO 10 ATRIBUTOS CLAVES EN RÉGIMENES DE RESOLUCIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS

En octubre de 2011 la *Financial Stability Board*⁹¹ publicó el documento *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, el mismo que establece los elementos claves que deberían ser considerados en las regulaciones nacionales para el diseño de un efectivo régimen de resolución de entidades financieras⁹².

La incorporación de estos elementos debería hacer posible que las autoridades liquiden una entidad financiera de una manera ordenada y sin exponer al contribuyente a las pérdidas derivadas de la falta de solvencia de dichas entidades (no habría apoyo público a entidades en problemas o éste estaría sujeto a condiciones estrictas); además, permitiría mantener la continuidad de los servicios financieros sistémicamente importantes, así como de las funciones de pago, compensación y liquidación; y, finalmente, haría que las pérdidas de las entidades en problemas sean absorbidas únicamente por los agentes relacionados a dichas entidades y siguiendo el orden de subordinación de los aportes.

El documento considera doce atributos esenciales que deberían ser parte de los regímenes de resolución en todas las jurisdicciones, los que en forma resumida se presentan a continuación:

- Definición de las entidades sometidas al ámbito de los regímenes de resolución (*Scope*): debe incluirse toda entidad financiera de importancia sistémica. Debe extenderse a los holdings, las entidades no reguladas que formen parte de un conglomerado financiero y las sucursales de entidades financieras extranjeras.
- Autoridad a cargo del proceso de resolución (*Resolution Authority*): el régimen debe designar explícitamente qué entidad o entidades deben estar a cargo de los procesos de resolución, estableciendo con claridad las facultades y responsabilidades de cada una. La autoridad debe encontrarse sujeta a una evaluación rigurosa y a mecanismos de rendición de cuentas para evaluar la efectividad de las medidas de resolución. Su *staff* debe estar adecuadamente protegidos por el marco legal contra acciones legales que restrinjan el ejercicio de las facultades que les confiere el régimen de resolución.
- Poderes de Resolución (*Resolution Powers*): el régimen debe permitir una oportuna y temprana entrada de la firma al proceso de resolución (esto, es antes de que la empresa sea insolvente y antes que todo el patrimonio haya sido utilizado para absorber pérdidas). Se

91 La FSB es una instancia de coordinación, a nivel internacional, del trabajo de autoridades financieras nacionales, entidades financieras internacionales, comités de expertos de Bancos Centrales y grupos generadores de estándares internacionales, para promover el desarrollo y la implementación de políticas regulatorias y de supervisión en términos de estabilidad financiera. Fue creada en abril de 2009, sustituyendo al Financial Stability Forum (FSF).

92 Se entiende por régimen de resolución al conjunto de normas que precisan las alternativas disponibles para la autoridad correspondiente para hacer frente a una entidad financiera en problemas. En el Perú, dichos regímenes están contenidos en los Títulos V, VI y VII (Régimen de Vigilancia, Intervención y Disolución y Liquidación) de la Ley N° 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de seguros y Orgánica de la SBS.

debe contar con estándares claros o indicadores apropiados que permitan guiar la decisión de la autoridad respecto a la viabilidad de la entidad financiera.

La autoridad debe tener la capacidad legal y operacional para aplicar uno o una combinación de los esquemas de resolución que estén disponibles; y aplicar diferentes tipos de resolución a diferentes partes del negocio de la entidad financiera⁹³.

- Tratamiento de los derechos de los acreedores en caso de incumplimiento de contratos o default (Set-off, Netting, Collateralisation, Segregation of client assets): los esquemas de resolución no deben ser considerados como eventos que faculten a los acreedores a terminar contratos o disponer de los activos de la entidad, siempre que ella continúe cumpliendo con sus obligaciones. En caso no cumpla con sus obligaciones, la autoridad está facultada a suspender temporalmente el derecho de los acreedores a la terminación de los contratos o a la disposición de los activos.
- Salvaguardas (Safeguards): para fines de absorción de pérdidas, se respetará el orden de subordinación de los recursos provistos a la empresa en problemas; además, los acreedores de los bancos deberían tener un derecho a compensación, cuando por acción de la autoridad a cargo del proceso de resolución, terminen recibiendo menos de lo que hubiera recibido si el banco se hubiera liquidado.
- Financiamiento para las entidades viables (Funding of Firms in Resolution): el régimen de resolución no debería sustentarse solamente en recursos públicos para asegurar la continuidad de las firmas viables; los aportes públicos deben ser necesariamente temporales; la autoridad debe tomar las medidas necesarias para asegurar la recuperación de los recursos; y los aportes públicos deben estar sujetos a condiciones estrictas que minimicen los problemas de riesgo moral (*moral hazard*).
- Régimen legal para cooperación transfronteriza (Legal Framework Conditions for cross-border Cooperation): para obtener información de conglomerados financieros e impedir que el régimen de resolución adoptado en una jurisdicción impacte negativamente sobre la estabilidad de otra jurisdicción.
- Grupos de Gestión de Crisis (Crisis Management Groups o CMGs): las jurisdicciones de origen y destino de entidades de importancia sistémica global (Global – *Systemically Important Financial Institutions o G-SIFIs*) deberían mantener un CMG, conformado por las autoridades de supervisión, los bancos centrales, las autoridades de resolución y los ministros de finanzas. El fin de los CMG es estar preparados para la gestión y resolución de una crisis financiera transfronteriza.

93 Entre las alternativas de resolución que deberían estar disponibles, para las entidades, destacan: la transferencia o venta de activos y pasivos a una tercera parte solvente; el establecimiento de una "entidad puente" para hacerse cargo y continuar operando ciertas funciones críticas y operaciones viables; el establecimiento de un vehículo separado de gestión de activos y la transferencia a dicho vehículo de los créditos con problemas de recuperación así como de los activos difíciles de valorizar; y la realización de procesos bail-in, esto es la absorción de pérdidas mediante la aplicación de los recursos aportados por los accionistas, acreedores no garantizados y poseedores de obligaciones convertibles.





- Acuerdos de Cooperación Transfronteriza (*Institution-specific cross-border Cooperation Agreements*): las jurisdicciones con presencia de G-SIFIs deberían suscribir acuerdos de cooperación transfronteriza con autoridades de otras jurisdicciones.
- Evaluación del Régimen de Resolución (*Resolvability Assessments*): las autoridades a cargo de los procesos de resolución deberían, periódicamente, evaluar la factibilidad y credibilidad de las estrategias de resolución disponibles.
- Planes de Recuperación y Resolución (*Recovery and Resolution Planning o RRP*s): todas las jurisdicciones deben contar con RRP's robustos y creíbles para todos los G-SIFIs y para toda otra entidad cuya insolvencia pueda tener un impacto significativo sobre la estabilidad del sistema.
- Acceso a Información e Intercambio de Información (*Access to Information and Information Sharing*): no debe haber ningún impedimento legal, regulatorio o de política que impida el intercambio de información apropiada entre autoridades supervisoras, bancos centrales o autoridades de resolución, incluyendo información específica de la entidad en problemas.

Es necesario destacar que un régimen de resolución bien diseñado es clave para asegurar que las autoridades dispongan de las herramientas legales necesarias para adoptar medidas que, según la gravedad de la crisis, sean efectivas en generar credibilidad en la opinión pública y en los mercados. Por ello la importancia de evaluar los regímenes nacionales periódicamente y procurar que éstos cuenten con reglas claras y públicas, de manera que reduzcan la incertidumbre asociada a los períodos de entidad financieras en problemas.

Es también importante advertir la creciente integración de los mercados y la presencia de conglomerados financieros globales, lo que pone en relieve la necesidad de que las autoridades nacionales ubicadas en diferentes jurisdicciones suscriban convenios de cooperación para eventos de crisis.

Finalmente, también debe enfatizarse la concentración de los mercados financieros y el rol de las entidades de importancia sistémica tanto global (G-SIFIs) como doméstica (D-SIFIs) en dichos mercados, para el diseño de un régimen efectivo de resolución.

MARCO LEGAL

Entre noviembre 2011 y abril de 2012, los principales cambios regulatorios en el Perú estuvieron enfocados en el fortalecimiento de la protección de los inversionistas del mercado de capitales, la adecuación del sistema financiero a las recomendaciones de gestión de riesgo de liquidez de Basilea III y la difusión del Proyecto de Reglamento de los Sistemas de Liquidación de Valores.

a. Fortalecimiento de la protección de los inversionistas en el Mercado de Capitales.

La SMV aprobó el Reglamento de la Defensoría del Inversionista (Resolución SMV N° 003-2012 del 30 de enero de 2012), norma que tiene como objetivo contribuir con el fortalecimiento de la protección de los inversionistas y velar por el respeto de sus derechos en el mercado de valores, mercado de productos y sistema de fondos colectivos.

El Reglamento otorga a la Defensoría del Inversionista un rol activo en la orientación gratuita a los inversionistas, y solución de problemas en situaciones en las que puedan estarse afectando sus derechos. También orientará al inversionista sobre los procedimientos a su disposición para interponer una denuncia ante el organismo correspondiente, y si la situación lo permite, puede propiciar un espacio de diálogo directo entre el inversionista y la empresa o entidad respectiva.

Por otro lado, se aprobó el Reglamento contra el Abuso de Mercado-Normas Sobre el Uso Indevido de Información Privilegiada y Manipulación de Mercado (Res. SMV N° 005-2012-SMV/01). El Reglamento detalla una lista enunciativa y no limitativa de la información que puede ser considerada privilegiada y de las prácticas que pueden ser consideradas como manipulación del mercado. Sin embargo, la SMV puede investigar y sancionar el uso de otro tipo de información que podrían calificar como privilegiada o la manipulación del mercado a través de otras prácticas no mencionadas.

El mencionado Reglamento también indica que las sanciones se aplican a todas las personas naturales o jurídicas que hubieran revelado, recomendado o hecho uso de información privilegiada obtenida a través de cualquier medio, sea porque les ha sido voluntaria o involuntariamente transmitida o porque la hubieran obtenido de manera lícita o a través de medios ilícitos. Asimismo, la aplicación de la sanciones se da independientemente de que se haya obtenido una ganancia o evitado una pérdida con las prácticas señaladas previamente.





b. Adecuación del sistema financiero a Basilea III

Las principales críticas al Acuerdo de Capital de Basilea II (aprobado en el año 2004 y aplicado en el Perú en el año 2009) fueron el sesgo procíclico del capital regulatorio y la ausencia de estándares internacionales de gestión de liquidez. Frente a esto último, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea realizó una serie de recomendaciones para mejorar la administración del riesgo de liquidez.

Ante ello, mediante el Proyecto de Reglamento para la Gestión de Liquidez (publicado el 19 de marzo de 2012), se busca mejorar el proceso de administración del riesgo de liquidez de las empresas, incorporando las recientes recomendaciones realizadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, conocidas como Basilea III.

Así, el Proyecto detalla las obligaciones del Directorio y otras instancias de la empresa introduciendo las funciones mínimas del Comité de Gestión de Activos y Pasivos (ALCO). También establece la implementación de planes de contingencia y la exigencia del análisis de liquidez mediante la simulación de escenarios, estableciendo requerimientos para la gestión de la concentración. Finalmente, introduce nuevas condiciones mínimas que deberá cumplir el plan de contingencia de liquidez, así como nuevos indicadores de riesgo de liquidez: ratio de cobertura de liquidez (RCL) y ratio de fondeo neto estable (RFNE).

c. Sistema de pagos.

El 7 de abril de 2012 la SMV publicó la Resolución SMV N° 007-2012-SMV/01, que autoriza la difusión del Proyecto de Reglamento de los Sistemas de Liquidación de Valores (SLV). El Proyecto de Reglamento complementa las disposiciones señaladas en la Ley N° 29440, en lo referente a su condición de órgano rector de los sistemas de liquidación de valores. Así, establece los principios que rigen a dichos sistemas, tomando como referencia los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero elaborados por el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación (CPSS-BIS) y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO); asimismo, establece el contenido de los reglamentos internos, el proceso de reconocimiento, el momento de aceptación de las órdenes de transferencia de valores y las facultades y obligaciones de los administradores de los SLV, entre otros.

GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Compensación: Proceso mediante el cual se sustrae del conjunto de derechos de cada Participante de un Sistema de Pagos o de Liquidación de Valores las obligaciones que mantiene con los demás Participantes, que provienen de la ejecución de Órdenes de Transferencia de Fondos o de Valores, aceptadas por el respectivo Sistema para un determinado período de Compensación. Los derechos y obligaciones se sustituyen por un único derecho o por una única obligación (saldo neto resultante). La compensación se efectúa de conformidad con las normas de funcionamiento del Sistema.





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

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

Entrega contra pago: Enlace entre un Sistema de Liquidación de Valores y un Sistema de Pagos que garantiza que la entrega de valores (transferencia de valores) ocurre única y exclusivamente si se realiza el pago (transferencia de fondos).

Liquidación: Proceso mediante el cual se cumple definitivamente con las obligaciones provenientes de las Órdenes de Transferencia Aceptadas o de los saldos netos resultantes de su Compensación, de acuerdo con las normas de funcionamiento del Sistema de Pagos o de Liquidación de Valores. En el Sistema de Pagos, la liquidación consiste en el traslado de fondos (cargos y abonos) entre las cuentas de los Participantes; en el Sistema de Liquidación de Valores, la liquidación consiste en el cargo y abono de valores y de los fondos respectivos en las cuentas de los titulares o Participantes.

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

ME: Moneda Extranjera, Dólares de los EE.UU.

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

MN: Moneda Nacional, nuevos soles.

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

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

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

Rango Intercuartil: Diferencia entre el tercer y primer cuartil de una distribución. Es un indicador de dispersión de una muestra de datos.

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

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

Riesgo de Crédito: El riesgo de que el deudor o la contra-parte de un contrato financiero no cumpla con las condiciones del contrato. (Fuente: Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, Ley N° 26702)

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

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

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

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

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

Sistema de Compensación y Liquidación de Cheques y de Otros Instrumentos Compensables (CCE): Sistema de Pagos que procesa un gran número de pagos de bajo valor mediante cheques y transferencias de crédito. Su administrador es la Cámara de Compensación Electrónica S.A.





Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR): Sistema de Pagos que liquida órdenes de transferencias de fondos de alto valor, el resultado de los otros sistemas y las operaciones de política monetaria. Su administrador es el BCRP.

Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV): Sistema de pagos que procesa la liquidación de fondos por operaciones en Rueda de Bolsa y de la Negociación de Valores Emitidos por el Gobierno Nacional. Su administrador es CAVALI.

Sistema de Pagos: Es el conjunto de instrumentos, reglas y procedimientos cuya finalidad es la ejecución de órdenes de transferencias de fondos entre sus participantes. La Ley de Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores (Ley N° 29440) reconoce tres sistemas de pagos: (1) Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real; (2) Los Sistemas de Compensación y Liquidación de Cheques y de Otros Instrumentos Compensables y (3) Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores.

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

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

Transferencia de crédito: Instrumento de pago por el cual se instruye a la Entidad Participante Originante de un Sistema de Pagos para que transfiera una suma de dinero a la Entidad Participante Receptora a favor de un beneficiario.