

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2013

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 2013

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2013

CONTENIDO

	Pág.
PREFACIO	5
RESUMEN	6
I. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA INDIRECTA	9
I.1 Sistema Financiero	9
I.2 Colocaciones	11
I.3 Financiamiento a Empresas	14
I.4 Financiamiento a Hogares	31
I.5 Depósitos en el Sistema Financiero	43
I.6 Indicadores de Solidez del Sistema Financiero	48
II. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DIRECTA	56
II.1 Oferta Primaria	56
II.2 Demanda de Valores	60
II.3 Mercados Secundarios	62
II.4 Políticas para el Desarrollo del Mercado de Capitales	65
III. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO	79
IV. SISTEMAS DE PAGOS	90
V. BALANCE DE RIESGOS	102
CAMBIOS NORMATIVOS	123
GLOSARIO	129

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1: Medidas recientes de impacto macroprudencial del BCRP y de la SBS	15
Recuadro 2: Endeudamiento de las MYPE con el Sistema Financiero	20
Recuadro 3: Los Fondos de Pensiones y las Inversiones en Proyectos de Infraestructura	74
Recuadro 4: Reforma del Sistema Privado de Pensiones	77
Recuadro 5: Derivados de monedas y rendimientos de BTP	83
Recuadro 6: Expectativas de Tasa de Interés y <i>Overnight Indexed Swap</i>	87
Recuadro 7: El Desarrollo de una Estrategia Integral para los Pagos Minoristas	94
Recuadro 8: Propuesta de Reforma del Marco Regulatorio de los Sistemas de Pagos en el Reino Unido	100
Recuadro 9: Riesgo Cambiario Crediticio	111
Recuadro 10: Consideraciones sobre el Sistema de Insolvencia en el Perú	117
Recuadro 11: Regulación Macroprudencial	120

Prefacio

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 los impactos de las medidas del BCRP sean menos predecibles. 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 3 de mayo de 2013 con información financiera al cierre de marzo del mismo año. El siguiente número se difundirá en noviembre de 2013 con cifras a setiembre del mismo año.





Resumen

- i. **El mercado financiero peruano continúa mostrando signos de solidez, acorde con el incremento de la actividad económica doméstica y la adopción de medidas prudenciales, pese a los signos de incertidumbre que aún prevalecen en los mercados financieros globales.** Estos signos de incertidumbre están asociados a las menores perspectivas de crecimiento en la economía mundial; la incertidumbre proveniente de la Zona Euro; la posible desaceleración de la economía en China; la alta liquidez disponible en los mercados internacionales; y la paulatina corrección hacia la baja del precio de los metales, entre ellos el oro y el cobre.

Un eventual agravamiento de la situación internacional podría conllevar una desaceleración de la actividad económica interna, lo que impactaría negativamente en los indicadores de las empresas y, por consiguiente, en los indicadores de riesgo de crédito de las entidades financieras. En ese escenario, las micro y pequeñas empresas (18% del total de créditos) así como los deudores de consumo podrían ser los sectores más afectados, pues tienen menos flexibilidad para adecuarse a *shocks* de esta naturaleza. La menor capacidad de pago de esos deudores, a su vez, podría afectar más rápidamente a las entidades financieras que se especializan en ese segmento del mercado.

- ii. **La implementación de medidas regulatorias prudenciales devino en una evolución más moderada de las tasas de crecimiento anual de los créditos de consumo e hipotecario, las cuales vienen desacelerándose.** No obstante, persisten riesgos asociados a la aún elevada dolarización del saldo de la deuda por créditos hipotecarios y al incremento en la morosidad de ciertas modalidades de créditos de consumo, en particular en las tarjetas de crédito.
- iii. **En el año 2012, las empresas corporativas reportaron resultados mixtos.** Las empresas de servicios públicos aceleraron el crecimiento de sus ventas y mejoraron sus indicadores financieros. Las empresas industriales mantuvieron su solidez financiera y patrimonial, pero mostraron un menor crecimiento de sus ventas y una ligera reducción de sus niveles de rentabilidad. Por su parte, las empresas mineras registraron una disminución de sus ventas y rentabilidad como consecuencia de los menores precios de los metales y del incremento de sus costos de producción.

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 ubican alrededor o por debajo de los 2 meses para las empresas industriales, mineras y de servicios públicos. Asimismo, dada la solidez financiera y la posición de liquidez de las empresas, se espera que continúe el funcionamiento adecuado de la cadena de pagos en la economía.

- iv. **La tasa de crecimiento anual de los créditos del sistema financiero otorgados a las empresas no financieras mostró una desaceleración respecto al semestre anterior.** Por otro lado, uno de los principales factores de riesgo es que la tendencia creciente de la morosidad prosiga, la cual se incrementó en todos los tipos de crédito a excepción de los corporativos y los de grandes empresas.
- v. **Los principales indicadores del sistema financiero reflejan que su situación financiera es estable y sólida, mientras que los de las entidades no bancarias muestran un leve deterioro.** Con respecto a los resultados del Reporte de Estabilidad Financiera de noviembre de 2012, las entidades no bancarias muestran un leve deterioro en sus indicadores financieros, ya que este tipo de entidades son más vulnerables a las fluctuaciones en el ciclo económico, por lo que tienen que ser monitoreadas de manera permanente. Por otro lado, la banca ha mantenido buenos indicadores financieros durante los últimos seis meses.
- vi. **En el ámbito del mercado de dinero, los fondos líquidos del sistema financiero en el BCRP crecieron en una coyuntura de mayor ritmo de compra de dólares por parte del BCRP.** Para esterilizar la intervención cambiaria, el BCRP realizó más operaciones de retiro de fondos que el semestre anterior. Por otro lado, los rendimientos de los CD BCRP continuaron su tendencia a la baja debido al exceso de liquidez del sistema, la competencia relativa entre los participantes del mercado y la expectativa de que el BCRP mantendrá su tasa de política monetaria.
- vii. **En 2012 y en el primer trimestre de 2013, las entidades financieras y las empresas corporativas no financieras han aumentado sus emisiones de instrumentos financieros en el mercado de capitales local e internacional.** El crecimiento del monto emitido vino acompañado con el ingreso de cuatro nuevos emisores.

En los últimos tres años, un mayor número de entidades financieras viene utilizando el mercado de capitales local como una fuente de fondeo adicional. Asimismo, las entidades financieras van sofisticando sus emisiones y ampliando el plazo de vencimiento de las mismas. Inicialmente, emiten certificados de depósito negociables; luego bonos corporativos a plazos entre tres y siete años; y, posteriormente, bonos subordinados a plazos de 10 ó 15 años.

Asimismo, las empresas corporativas de mayor tamaño han aumentado sus emisiones en el mercado internacional, aprovechando el entorno de amplia liquidez global. Estas emisiones han servido tanto para sustitución de pasivos (reperfilamiento de la deuda financiera, alargando los plazos de maduración) como para financiar los proyectos de inversión de los próximos años.

- viii. **En el mercado de capitales, los inversionistas no residentes siguen mostrando interés en adquirir deuda soberana peruana, lo que ha llevado a una mayor**





reducción de los rendimientos de los bonos soberanos. Las tenencias de bonos soberanos de los no residentes se incrementaron de S/. 17 062 millones (54% del total) a S/. 19 320 millones (57% del total). Esta mayor demanda ha llevado a que los rendimientos de la deuda soberana a plazos inferiores a los 5 años se ubiquen por debajo de la tasa de referencia del BCRP de 4,25%.

Es importante señalar que un retiro de fondos de los inversionistas no residentes, ante, por ejemplo, un aumento de las primas por riesgo de los mercados emergentes, podría afectar el desempeño del mercado de capitales doméstico. Ello se debe a que el mercado de deuda pública al ser poco líquido y profundo podría no ser capaz de sostener dicha salida de recursos, lo que conllevaría un incremento de la curva de rendimientos y, con ello, una exigencia de tasas de interés más altas de los inversionistas sobre las emisiones de deuda del sector privado.

- ix. **El desarrollo futuro del mercado de capitales peruano requiere de medidas orientadas a promover la oferta de valores de las empresas que no emiten en el exterior y a flexibilizar la normativa relacionada a las inversiones de los fondos de pensiones.**

Las medidas propuestas orientadas a incrementar la oferta de valores son: i) continuar simplificando los procesos de emisión de valores mobiliarios; ii) promover el Mercado Alternativo de Valores; iii) reducir de dos a uno los requerimientos de clasificaciones de riesgo para la emisión de instrumentos de corto plazo; iv) modificar el régimen de emisiones dirigidas exclusivamente a inversionistas acreditados para que cumpla más eficientemente sus objetivos planteados; v) incentivar las emisiones de deuda con riesgo inferior a AA-, eliminando regulaciones que desincentivan que los inversionistas institucionales adquieran instrumentos con mayores niveles de riesgo; y, vi) exonerar del Impuesto General a las Ventas (IGV) a los intereses de los bonos emitidos por el sector privado.

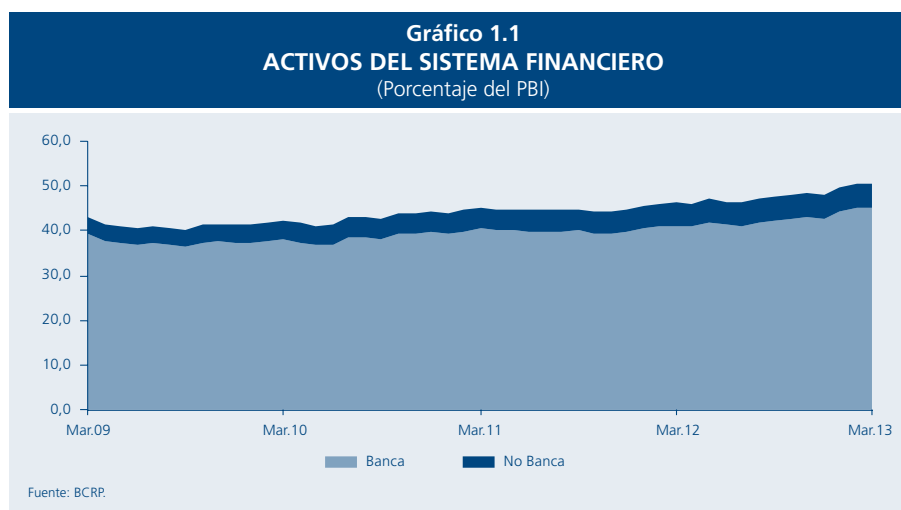
Para fomentar la demanda de valores es necesario flexibilizar la normativa del Sistema Privado de Pensiones relacionada a sus inversiones y agilizar el proceso de autorización y registro de los instrumentos financieros disponibles para inversión, estableciendo criterios generales de inversión y eliminando la autorización específica por instrumento.

- x. **Se registró un mayor dinamismo del valor y volumen de las transferencias en los Sistemas de Pagos, sobre todo por el Sistema LBTR.** Ello refleja el crecimiento de la economía y la mayor aceptación de los instrumentos de pago electrónicos por parte del público, en un contexto en el que la banca cuenta con mayores recursos líquidos para atender sus obligaciones en los sistemas de pagos.

I. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA INDIRECTA

I.1 Sistema Financiero¹

1. **A marzo de 2013, el total de activos del sistema financiero sumó S/. 293 mil millones.** La banca mantiene su hegemonía, al sumar S/. 240 mil millones en activos, con una participación de 84,0% y 85,1% en los créditos y en los depósitos del sistema financiero, respectivamente. En el último semestre, la CRAC Profinanzas fue absorbida por Financiera Universal (en diciembre de 2012), por lo que el número de entidades se redujo en uno.



En proporción al PBI, el total de activos del Sistema Financiero llegó a 50,5%, mostrando un aumento de 4,2 puntos porcentuales con respecto a marzo de 2012. Los activos de las entidades bancarias representaron 45,0% del PBI (aumento de 3,9 puntos porcentuales) y los de las entidades no bancarias, 5,5% del PBI (aumento de 0,3 puntos porcentuales).

¹ Comprende Bancos, Financieras, Cajas Municipales (CM), Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC), Edpymes y el Banco de la Nación. Las entidades no bancarias comprenden 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.





Cuadro 1.1
ACTIVOS FINANCIEROS Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO
(A marzo de 2013. Millones de S/.)

	Activos	Participación (%)			Número de Entidades
		Activos	Créditos	Depósitos	
Total	293 494	100,00	100,00	100,00	61
1. Banca	239 930	81,75	84,03	85,09	16
Crédito	88 278	30,08	28,63	31,90	
BBVA Continental	53 566	18,25	19,51	18,97	
Scotiabank	34 767	11,85	12,44	10,90	
Interbank	25 362	8,64	9,31	8,96	
BanBif	6 285	2,14	2,57	2,46	
Citibank	5 640	1,92	1,34	2,23	
Mibanco	5 671	1,93	2,68	2,20	
Financiero	5 835	1,99	2,39	2,03	
HSBC	3 777	1,29	1,36	1,74	
Santander Perú	2 863	0,98	0,93	1,06	
Falabella	2 797	0,95	1,27	0,76	
Comercio	1 770	0,60	0,66	0,82	
Deutsche Bank	894	0,30	0,00	0,15	
Ripley	1 242	0,42	0,55	0,45	
Azteca	951	0,32	0,30	0,45	
Cencosud	231	0,08	0,09	0,01	
2. No Banca	29 140	9,93	12,85	9,92	44
- Financieras	9 922	3,38	4,49	2,33	11
Crediscotia	3 661	1,25	1,83	1,05	
Edyficar	3 012	1,03	1,19	0,79	
Crear	704	0,24	0,36	0,07	
Confianza	663	0,23	0,31	0,12	
América	32	0,01	0,00	0,00	
Universal	403	0,14	0,14	0,17	
Mitsui	420	0,14	0,19	0,00	
TFC	336	0,11	0,14	0,09	
Proempresa	257	0,09	0,13	0,02	
Efectiva	252	0,09	0,13	0,02	
UNO	183	0,06	0,08	0,00	
- Cajas Municipales	14 953	5,09	6,55	6,38	13
Arequipa	3 168	1,08	1,48	1,37	
Piura	2 259	0,77	0,93	1,04	
Trujillo	1 812	0,62	0,71	0,76	
Sullana	1 563	0,53	0,68	0,66	
Cusco	1 308	0,45	0,62	0,56	
Huancayo	1 304	0,44	0,62	0,52	
Lima	926	0,32	0,38	0,34	
Ica	865	0,29	0,35	0,39	
Tacna	763	0,26	0,36	0,30	
Mayna	396	0,13	0,17	0,16	
Paña	299	0,10	0,12	0,14	
Del Santa	225	0,08	0,09	0,11	
Pisco	64	0,02	0,03	0,03	
- Cajas Rurales	3 062	1,04	1,21	1,21	10
Nuestra Gente	1 056	0,36	0,41	0,35	
Señor de Luren	945	0,32	0,36	0,40	
Credinka	411	0,14	0,18	0,17	
Prymera	181	0,06	0,07	0,09	
Los Andes	138	0,05	0,07	0,04	
Chavin	125	0,04	0,04	0,06	
Cajamarca	89	0,03	0,03	0,04	
Sipán	51	0,02	0,02	0,02	
Libertadores de Ayacucho	44	0,01	0,02	0,02	
Incasur	23	0,01	0,01	0,01	
- Edpymes	1 203	0,41	0,61	0,00	10
Raíz	508	0,17	0,26	--	
Nueva Visión	203	0,07	0,10	--	
Solidaridad	96	0,03	0,05	--	
Micasita	94	0,03	0,05	--	
Inversiones La Cruz	92	0,03	0,04	--	
Alternativa	78	0,03	0,04	--	
Acceso Crediticio	66	0,02	0,03	--	
Marcimex	31	0,01	0,02	--	
Credivisión	28	0,01	0,01	--	
Credijet	7	0,00	0,00	--	
3. Banco de la Nación	24 425	8,32	3,13	4,98	1

Fuente: Balances de comprobación.

2. **El grado de concentración² del crédito y de los depósitos entre las entidades financieras aumentó en los últimos 12 meses.** El indicador Herfindahl – Hirschman se mantiene en el rango considerado como “moderadamente concentrado” (entre 1 500 y 2 500), con un nivel de 1 576 en las colocaciones y de 1 783 en los depósitos.

Cuadro 1.2 ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN POR TIPO DE CRÉDITO Y DEPÓSITO 1/					
	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Mar.13
Colocaciones	1 551	1 566	1 577	1 567	1 576
Empresas	1 671	1 671	1 681	1 667	1 675
- Corporativos	2 778	2 773	2 696	2 610	2 706
- Grandes	2 437	2 459	2 468	2 511	2 431
- Medianas	2 051	2 130	2 140	2 137	2 123
- Pequeñas	985	995	995	1 001	997
- Microempresa	587	612	605	615	617
Hogares	1 401	1 455	1 466	1 462	1 466
- Consumo	1 035	1 103	1 096	1 082	1 075
- Hipotecario	2 335	2 321	2 316	2 315	2 297
Depósitos	1 753	1 742	1 701	1 752	1 783
Vista	2 475	2 555	2 520	2 535	2 546
Ahorro	2 318	2 313	2 302	2 322	2 333
Plazo	1 241	1 226	1 190	1 235	1 295

1/ El índice utilizado es el de Herfindahl-Hirschman (HH), equivalente a la suma del cuadrado de la participación de cada entidad, por lo que tiene un rango entre 0 y 10 000. Valores entre 1 500 y 2 500 se consideran como “moderadamente concentrado”. En la estimación no se considera al Banco de la Nación.
Fuente: Balances de comprobación.

Los créditos a las pequeñas y microempresas tienen el menor grado de concentración, gracias a la actividad de las entidades no bancarias (las financieras, las cajas municipales, las cajas rurales y las edpymes). A nivel de los depósitos, se observa también que la participación de las entidades no bancarias explica la menor concentración en los depósitos a plazo.

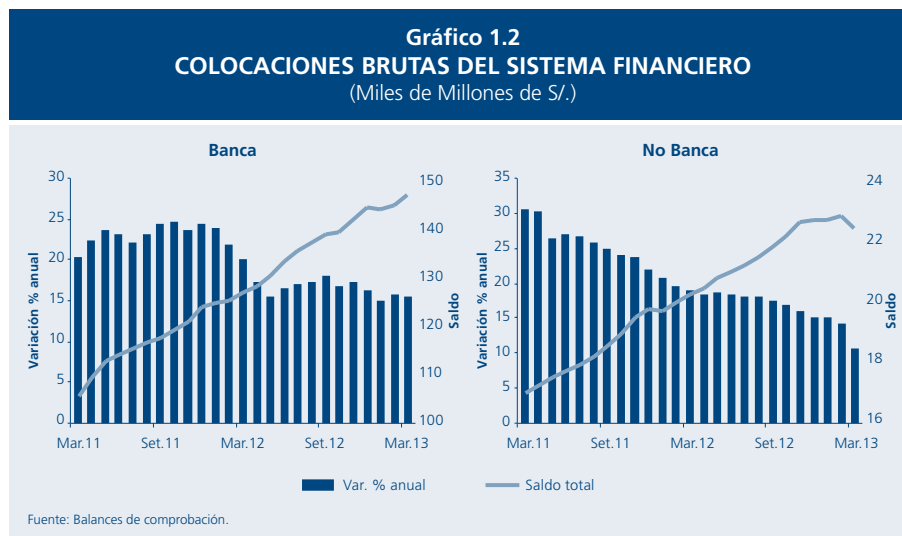
I.2 Colocaciones

3. **En los últimos seis meses, las colocaciones del sistema financiero siguieron creciendo, aunque a ritmo decreciente, explicado en parte por las medidas macroprudenciales.** La tasa de crecimiento anual de los créditos de la banca pasó de 17,9% en setiembre de 2012 a 15,5% en marzo de 2013; mientras la de entidades no bancarias pasó de 17,5% a 10,8%.

Cabe indicar que la reducción del saldo de colocaciones de las entidades no bancarias en marzo de 2013 obedeció a la escisión de un bloque patrimonial de la Financiera América a favor de su accionista, el Banco Financiero (ver Gráfico 1.2, derecha; y Cuadro 1.3).

2 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.





4. **En el análisis del crédito por moneda, destaca el dinamismo de las colocaciones en moneda nacional de la banca.** A nivel del sistema financiero, el crédito aumentó en 14,5% en marzo de 2013 con respecto al mismo mes del año anterior, con un crecimiento de 15,7% de los créditos otorgados en moneda nacional y de 12,9% en moneda extranjera.

Cuadro 1.3
COLOCACIONES BRUTAS DEL SISTEMA FINANCIERO 1/
(Millones de S/.)

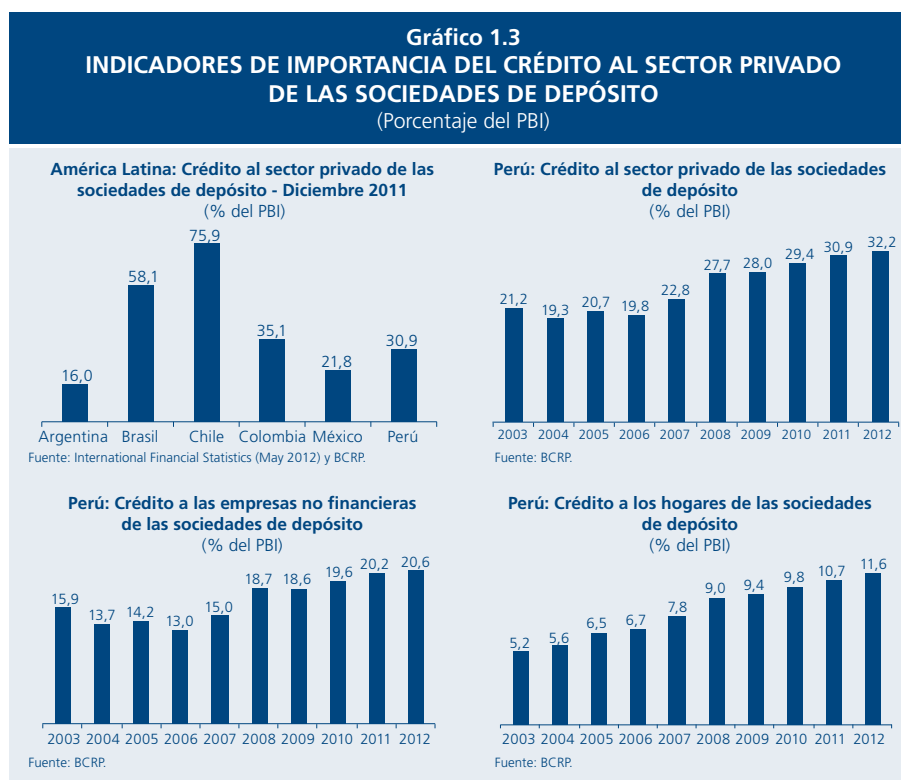
	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Mar.13	Mar.13/Mar.12	
						Flujo	Var. %
Sistema Financiero	127 169	152 147	165 649	172 284	174 250	22 103	14,5
Moneda nacional	74 124	87 166	94 460	98 525	100 875	13 709	15,7
Moneda extranjera	53 045	64 981	71 189	73 759	73 375	8 394	12,9
% dolarización	41,7%	42,7%	43,0%	42,8%	42,1%		
Banca	105 481	126 733	138 377	143 876	146 418	19 686	15,5
Moneda nacional	54 369	64 093	69 579	72 530	74 877	10 783	16,8
Moneda extranjera	51 112	62 639	68 798	71 346	71 542	8 902	14,2
% dolarización	48,5%	49,4%	49,7%	49,6%	48,9%		
No Banca	16 976	20 203	21 736	22 673	22 386	2 183	10,8
Moneda nacional	15 308	18 318	19 716	20 581	20 761	2 443	13,3
Moneda extranjera	1 668	1 886	2 020	2 092	1 626	-260	-13,8
% dolarización	9,8%	9,3%	9,3%	9,2%	7,3%		
Banco de la Nación	4 712	5 211	5 536	5 735	5 446	234	4,5
Moneda nacional	4 447	4 755	5 165	5 414	5 238	483	10,2
Moneda extranjera	265	456	372	321	207	-249	-54,5
% dolarización	5,6%	8,7%	6,7%	5,6%	3,8%		

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2013.
Fuente: Balances de comprobación.

El grado de dolarización del crédito del sistema financiero disminuyó, ligeramente, de 42,7% en marzo de 2012 a 42,1% en marzo de 2013, con una disminución de 49,4% a 48,9% en la banca, y de 9,3% a 7,3% en las entidades no bancarias.

La desdolarización del crédito del sistema financiero viene siendo impulsada por el encarecimiento del crédito en moneda extranjera, así como por la sustitución del crédito doméstico por financiamiento externo (directo e indirecto) por parte de las empresas corporativas. Sin embargo, los niveles de dolarización del crédito aún son relativamente altos, por lo que se han venido adoptando medidas de política monetaria y de regulación prudencial para que los agentes que no generan ingresos en moneda extranjera interioricen los riesgos involucrados por los descalces de monedas.

5. **Como porcentaje del PBI, los créditos al sector privado de las sociedades de depósitos llegaron a representar un 32,2% en 2012, mayor al 30,9% registrado en 2011.** De esta manera, continúa la tendencia al alza de la importancia de la intermediación de recursos por el sistema financiero en la actividad económica.



En el caso del crédito a las empresas, el porcentaje con respecto al PBI pasó de 20,2% a 20,6%; y, en el de los hogares, de 10,7% a 11,6%. Cabe destacar el aumento del crédito hipotecario, de 4,1% del PBI a 4,7%, aunque aún constituye una participación relativamente baja³.

El porcentaje de las colocaciones con relación al PBI es un indicador usado para medir el grado de importancia del sistema financiero en una economía. Este indicador es relativamente bajo

3 Por ejemplo, en Chile, el crédito hipotecario como proporción del PBI en 2011 ascendió a 18,3%.





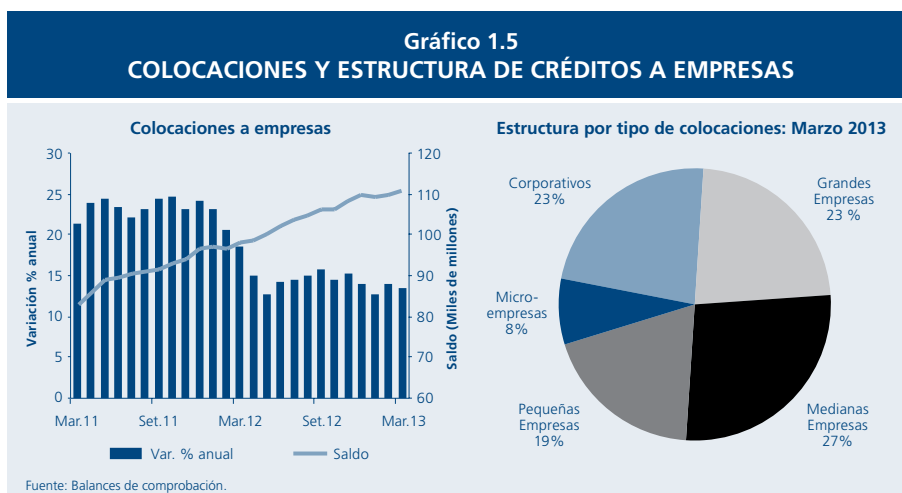
cuando una economía ha sufrido perturbaciones que minaron la confianza en la moneda o en el sistema financiero, como es el caso de inflaciones altas o crisis financieras, causando un daño que toma tiempo revertir. Esto explica el menor porcentaje de crédito al sector privado respecto al PBI en el Perú, respecto a otras economías de la región.

I.3 Financiamiento a Empresas

6. El dinamismo del crédito viene acompañando la expansión de la actividad productiva y la acumulación de capital en las empresas.



7. **En el último semestre, los créditos del sistema financiero otorgados a las empresas mostraron una desaceleración respecto al semestre anterior.** La tasa de crecimiento anual de las colocaciones en marzo de 2013 fue menor que la registrada en setiembre de 2012 (13,4% versus 15,9%), nivel que aún está por encima de la tasa de crecimiento del PBI potencial (alrededor de 8,5% – 9,5% en términos nominales). Es importante mencionar que los créditos a empresas se distribuyen de manera casi equitativa entre empresas corporativas, grandes, medianas y MYPE (microempresas y pequeñas empresas).



Recuadro 1
MEDIDAS RECIENTES DE IMPACTO MACROPRUDENCIAL DEL BCRP Y DE LA SBS

Las medidas de encaje implementadas por el **BCRP** tienen carácter preventivo y buscan mantener una evolución ordenada de la liquidez y del crédito en un contexto de persistentes influjos de capitales y de tasas de interés internacionales extraordinariamente bajas.

Así, con la finalidad de evitar el excesivo crecimiento de los créditos y a su vez sustituir créditos en dólares por créditos en nuevos soles, el **BCRP** ha incrementado, en 5 oportunidades la tasa de encaje en nuevos soles y dólares, acumulando así un aumento de 225 puntos básicos (pbs) en ambas monedas durante 2012. En lo que va de 2013, se ha incrementado el encaje en nuevos soles en una oportunidad (25 pbs en enero) y el encaje en dólares en 4 oportunidades (250 pbs en total en enero, febrero, marzo y abril).

MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE						
Tasa de encaje mínimo legal	Moneda Nacional			Moneda extranjera		
	Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Régimen General		Adeudados externos	
			Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Corto plazo	
May.12	9%	30%	0,50%	55%	0,50%	60%
Set.12	9%	30%	0,50%	55%	0,50%	60%
Oct.12	9%	30%	0,50%	55%	0,50%	60%
Nov.12	9%	30%	0,75%	55%	0,75%	60%
Dic.12	9%	30%	--	55%	--	60%
Ene.13	9%	30%	0,25%	55%	0,75%	60%
Feb.13	9%	30%	--	55%	1,00%	60%
Mar.13	9%	30%	--	55%	0,50%	60%
Abr.13	9%	30%	--	55%	0,25%	60%
May.13 1/	9%	30%	--	55%	--	60%
Jun.13 2/	9%	30%	--	55%	--	60%

1/ A partir de mayo de 2013, se incrementa el límite de las obligaciones de largo plazo con el exterior exoneradas de encaje de 2,2 a 2,3 veces el patrimonio efectivo al 30 de setiembre de 2012 ó S/. 400 millones, el mayor, siempre y cuando, el monto de dichas obligaciones en moneda extranjera no supera 2,0 veces dicho patrimonio.

2/ A partir de junio de 2013, se establece un límite máximo de 20% a la tasa media de encaje en moneda nacional.

Asimismo para moderar la expansión de los créditos hipotecarios y vehiculares en dólares e incentivar su sustitución por créditos en nuevos soles, en marzo de 2013 el **BCRP** estableció un incremento en 75 (150) pbs del encaje en dólares si el saldo del crédito hipotecario y automotriz en dicha moneda supera 1,1 (1,2) veces dicho saldo a febrero de 2013 ó 20% (25%) del patrimonio efectivo al cierre de 2012, el mayor.

También, para evitar el excesivo apalancamiento del sistema financiero en dólares e incentivar un mayor fondeo en nuevos soles, el **BCRP** estableció una ampliación del límite para los adeudados y bonos del exterior exoneradas de encaje de 2,2 a 2,3 veces el patrimonio, siempre y cuando, sus pasivos externos de largo plazo en dólares no superen 2,0 veces el patrimonio efectivo.

Más recientemente, con el objetivo de reducir la dispersión de la tasa de encaje en moneda nacional de las instituciones financieras, en junio de 2013 el **BCRP** estableció un límite máximo para la tasa





de encaje medio de 20%. Dicha medida permitiría eliminar o reducir la heterogeneidad en el costo de fondeo de las instituciones, lo que puede afectar su capacidad para competir.

Por otro lado, la **SBS** ha venido modificando la regulación financiera y publicando proyectos de Resoluciones para exigir mayores requerimientos de capital (patrimonio efectivo) y para establecer límites prudenciales a las operaciones de las entidades financieras en el mercado cambiario.

- **Riesgo Cambiario Crediticio:** En diciembre de 2012, la SBS publicó un Proyecto de Resolución que modifica el reglamento para la administración del riesgo cambiario crediticio, con el objetivo de mitigar la exposición de las entidades financieras a dicho riesgo. En ese sentido, el Proyecto establece provisiones genéricas adicionales a los créditos otorgados a deudores con clasificación Normal para cubrir las exposiciones afectas al riesgo cambiario crediticio.
- **Gestión del Riesgo de Mercado:** Este Proyecto de Resolución, publicado el 21 de diciembre de 2012 en el portal de internet de la SBS, busca promover el uso de buenas prácticas en la gestión del riesgo de mercado. Así, se precisan los requerimientos mínimos para la gestión del riesgo de mercado, y las funciones y responsabilidades del Directorio y de la Administración; y se establecen medidas tal como la incorporación de nuevos instrumentos en la definición de la cartera de negociación.
- **Gestión del Riesgo de Liquidez:** La Resolución SBS N° 9075-2012 (Reglamento para la Gestión del Riesgo de Liquidez, publicado el 7 de diciembre de 2012) busca mejorar el proceso de administración del riesgo de liquidez de las entidades financieras, incorporando las recomendaciones realizadas por el Comité de Basilea. Así, se involucra al Directorio en la gestión del riesgo de liquidez; se crea el Comité de Gestión de Activos y Pasivos; se incorpora nuevos indicadores de riesgo de liquidez, entre ellos, el ratio de cobertura de liquidez (RCL) y el ratio de inversiones líquidas (RIL); y, se amplía y mejora las metodologías para la implementación del plan de contingencia y escenarios de estrés.
- **Modificación de los límites a la posición de cambio global y a las operaciones netas de derivados con monedas de las entidades financieras:** La Resolución SBS N° 9076-2012, publicada el 10 de diciembre de 2012, reduce los límites máximos para la posición global de sobreventa de las entidades financieras (de 15% a 10% del patrimonio efectivo) y de sobrecompra (de 60% a 50% del patrimonio efectivo). Asimismo, se reduce el valor absoluto de la posición neta en derivados de moneda, de 30% a 20% del patrimonio efectivo y de S/. 350 millones a S/. 300 millones, el que resulte mayor.
- **Proyecto que modifica el Reglamento de Evaluación y Clasificación del Deudor y Exigencia de Provisiones:** Este Proyecto de Resolución, publicado el 27 de noviembre de 2012 en el portal de internet de la SBS, propone: (i) incorporar la exigencia de provisiones genéricas por Riesgo Cambiario Crediticio (RCC); y (ii) modificar el tratamiento de la clasificación crediticia de los deudores con créditos refinanciados. Asimismo, modifica la versión previa prepublicada por la SBS en su portal de internet el 13 de julio de 2012.

El alto ritmo de crecimiento del crédito refleja el dinamismo de la producción y el gasto en la economía, así como el proceso de bancarización, esto es, la extensión de la base de clientes anteriormente no cubiertos por las entidades financieras.

Entre setiembre de 2012 y marzo de 2013, el número de empresas que obtuvo financiamiento del sistema financiero se incrementó en 2,6%. Por tamaño de empresa⁴, este crecimiento se dio principalmente en las medianas y pequeñas empresas, cuyo saldo de deuda con el sistema financiero en dicho período se incrementó en 8,8% y 5,4%, respectivamente. Es importante resaltar que, en los últimos doce meses, el crédito a empresas corporativas registró la mayor contracción (reducción de 8,3%), explicado en parte por la sustitución del crédito doméstico por financiamiento externo.

Cuadro 1.4
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE EMPRESAS

	Mar.12			Set.12			Mar.13		
	Nº de deudores	Saldo de deuda (Millones S./.)	Deuda promedio (Miles S./.)	Nº de deudores	Saldo de deuda (Millones S./.)	Deuda promedio (Miles S./.)	Nº de deudores	Saldo de deuda (Millones S./.)	Deuda promedio (Miles S./.)
Corporativos 1/	503	25 758	51 209	542	24 064	44 399	534	23 624	44 239
Grandes empresas	1 772	23 749	13 402	1 940	24 107	12 426	1 998	25 774	12 900
Medianas empresas	18 726	27 610	1 474	20 746	27 901	1 345	22 922	30 362	1 325
Pequeñas empresas	304 258	20 244	67	333 026	20 258	61	360 992	21 353	59
Microempresas	1 522 068	8 762	6	1 584 404	8 763	6	1 604 293	8 676	5
Total	1 847 327	106 123	57	1 940 658	105 094	54	1 990 739	109 787	55

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.

Gráfico 1.6
NÚMERO DE EMPRESAS DEUDORAS
(En millones)



4 La clasificación de los créditos por tipo de empresa (corporativas, grandes, medianas, pequeñas y microempresas) fue aprobado mediante Resolución SBS N° 11356-2008 del 19 de noviembre de 2008, y entró en vigencia en julio de 2010. Anteriormente, los créditos a empresas se clasificaban en comerciales y microempresas.





8. La dolarización de la deuda de las empresas en el sistema financiero se redujo levemente entre setiembre de 2012 y marzo de 2013 (de 53,7% a 52,9%).

En ese período, la tasa de crecimiento de los préstamos en dólares disminuyó de 9,6% (marzo 2012 – setiembre 2012) a 3,2% (setiembre 2012 – marzo 2013); de la misma forma que para aquellos en nuevos soles, esa tasa pasó de 6,8% a 6,4%.

Cuadro 1.5
DEUDA POR TIPO DE EMPRESA Y POR MONEDAS CON EL SISTEMA FINANCIERO 1/
(Millones de S/.)

	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Mar.13	Mar.13/Mar.12	
						Flujo	Var. %
Total deuda de empresas 2/	82 714	98 008	106 123	110 077	111 104	13 096	13,4
Moneda nacional	40 278	46 021	49 165	50 849	52 298	6 277	13,6
Moneda extranjera	42 436	51 987	56 958	59 228	58 806	6 819	13,1
% dolarización	51,3%	53,0%	53,7%	53,8%	52,9%		
Empresas corporativas 3/	19 358	24 507	25 758	25 576	25 516	1 009	4,1
Moneda nacional	8 124	8 857	8 762	8 295	8 847	-10	-0,1
Moneda extranjera	11 234	15 650	16 996	17 281	16 669	1 019	6,5
% dolarización	58,0%	63,9%	66,0%	67,6%	65,3%		
Grandes empresas	21 401	21 578	23 749	25 314	25 412	3 834	17,8
Moneda nacional	6 731	6 054	6 218	6 625	6 849	795	13,1
Moneda extranjera	14 671	15 524	17 531	18 689	18 563	3 039	19,6
% dolarización	68,5%	71,9%	73,8%	73,8%	73,0%		
Medianas empresas	19 871	25 032	27 610	29 026	30 147	5 115	20,4
Moneda nacional	6 892	8 118	9 232	9 862	10 460	2 342	28,8
Moneda extranjera	12 979	16 914	18 378	19 164	19 687	2 774	16,4
% dolarización	65,3%	67,6%	66,6%	66,0%	65,3%		
Pequeñas empresas	14 369	18 276	20 244	21 103	21 351	3 075	16,8
Moneda nacional	11 313	14 967	16 713	17 593	17 946	2 979	19,9
Moneda extranjera	3 056	3 309	3 531	3 510	3 406	97	2,9
% dolarización	21,3%	18,1%	17,4%	16,6%	16,0%		
Microempresas	7 714	8 615	8 762	9 058	8 677	62	0,7
Moneda nacional	7 218	8 025	8 239	8 474	8 197	172	2,1
Moneda extranjera	497	590	523	584	481	-110	-18,6
% dolarización	6,4%	6,9%	6,0%	6,4%	5,5%		

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2013.

2/ Solo considera los créditos otorgados por Bancos, Empresas Financieras, Cajas Municipales, Cajas Rurales de Ahorro y Crédito y Edpyme.

3/ 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.

En el semestre, la reducción de la dolarización de la deuda ocurrió en todos los tipos de créditos, especialmente en los de mediana y pequeña empresa; aunque la dolarización en corporativas y grandes aún está por encima de lo registrado en marzo de 2012.

9. **En los últimos seis meses, se registró un leve aumento en el ratio de cartera morosa con respecto a las colocaciones brutas en los créditos otorgados a las empresas.** Es importante notar que desde diciembre de 2011, las medianas, pequeñas y microempresas presentan un incremento de su ratio de morosidad. Este deterioro estaría asociado, en parte, al alto ritmo de crecimiento de estos créditos que ha conllevado la incorporación de nuevos clientes con una menor calidad crediticia como sujetos de crédito.

Por tipo de moneda, el ratio de morosidad se incrementó en moneda nacional, mientras que en moneda extranjera se mantuvo estable. En moneda nacional, los créditos incrementaron su morosidad, salvo los otorgados a empresas corporativas. En moneda extranjera, los créditos a empresas grandes y corporativas registraron una reducción en el indicador de morosidad, mientras que en el resto de tipos de créditos se registró un aumento.

Cuadro 1.6 RATIO DE MOROSIDAD DE LAS EMPRESAS CON EL SISTEMA FINANCIERO (Porcentaje)					
	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Mar.13
Total deuda de empresas	3,26	3,16	3,40	3,48	3,53
Moneda nacional	4,13	4,51	5,05	5,04	5,54
Moneda extranjera	2,49	2,01	1,99	1,91	1,98
Empresas corporativas	0,26	0,19	0,28	0,28	0,11
Moneda nacional	0,06	0,05	0,05	0,07	0,04
Moneda extranjera	0,39	0,26	0,40	0,38	0,14
Grandes empresas	0,80	0,76	0,70	0,62	0,64
Moneda nacional	0,27	0,33	0,31	0,34	0,43
Moneda extranjera	1,02	0,92	0,84	0,73	0,72
Medianas empresas	4,89	4,12	4,51	4,58	4,91
Moneda nacional	4,93	5,09	6,06	6,37	6,89
Moneda extranjera	4,86	3,66	3,74	3,65	3,86
Pequeñas empresas	7,47	7,70	7,96	7,83	8,74
Moneda nacional	7,61	7,93	8,35	8,15	9,10
Moneda extranjera	7,00	6,73	6,11	6,19	6,82
Microempresas	5,96	5,43	5,90	5,37	6,05
Moneda nacional	6,11	5,61	6,10	5,57	6,24
Moneda extranjera	3,90	3,01	2,78	2,41	2,90

Fuente: Balances de comprobación.

10. **En los últimos años, los créditos MYPE otorgados por el sistema financiero han crecido a tasas elevadas (21,6% en 2011 y 14,5% en 2012). Más aún, la importancia de las MYPE para la economía peruana radica en que las microempresas y las pequeñas empresas representan más del 99% de las unidades productivas formales.** Pese a estas elevadas tasas de crecimiento de créditos, los indicadores analizados como la deuda promedio o el número de deudores compartidos con más de una institución no reflejarían un excesivo endeudamiento. Sin embargo, es importante continuar perfeccionando estos indicadores y seguir monitoreando la evolución de los créditos MYPE, en particular en el segmento de pequeña empresa cuya morosidad viene registrando incrementos sostenidos.





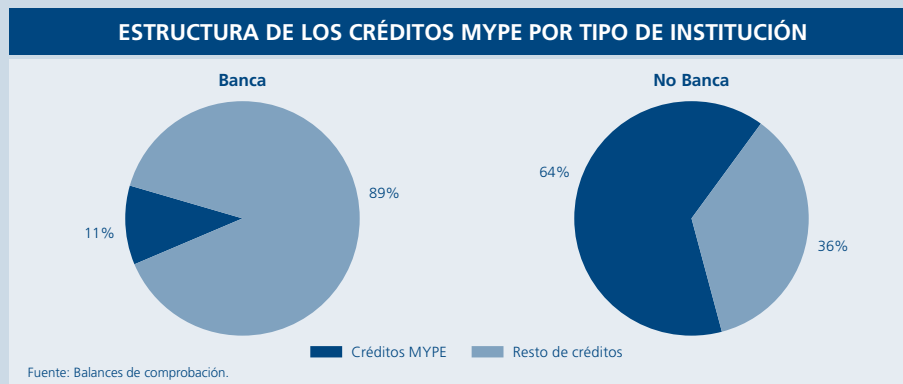
Recuadro 2 ENDEUDAMIENTO DE LAS MYPE CON EL SISTEMA FINANCIERO

Las microempresas y pequeñas empresas (MYPE) se encuentran definidas por la legislación vigente⁵ como unidades económicas que realizan actividades de producción, extracción o brindan servicios bajo cualquiera de las formas de organización empresarial. De esta forma, para que una empresa sea considerada como “microempresa” debe generar ventas anuales no mayores a 150 unidades impositivas tributarias (UIT)⁶ y contar a lo más con 10 trabajadores; mientras que para que una empresa sea considerada como “pequeña empresa” debe generar ventas anuales entre 150 UIT y 1 700 UIT, así como tener entre 10 y 100 trabajadores.

Así, de acuerdo al nivel de ventas y con cifras del Ministerio de la Producción a 2011⁷, las microempresas representan el 94,5% de las empresas formales a nivel nacional, las pequeñas empresas el 4,7%; mientras que la mediana y gran empresa tan sólo el 0,7%⁸. Asimismo, el 72,7% de las empresas formales registra ventas anuales menores a 13 UIT (esto es, ingresos mensuales menores de S/. 3 900).

Por otro lado, la clasificación de los créditos desde una perspectiva contable también permite identificar a las MYPE que reciben créditos del sistema financiero. Esta clasificación, establecida por la SBS (Resolución SBS N° 11356 – 2008), considera el nivel de endeudamiento del deudor con el sistema financiero, en vez del nivel de ventas o la cantidad de trabajadores de la empresa. Así, se considera como créditos a microempresas aquellos otorgados a personas naturales o jurídicas con un nivel de endeudamiento total con el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para vivienda) no mayor a S/. 20 000 en los últimos 6 meses; y, como créditos a pequeñas empresas, los otorgados a clientes con endeudamiento entre S/. 20 000 y S/. 300 000 en los últimos 6 meses.

A diciembre de 2012, las MYPE que registran créditos en el sistema financiero representan el 98,9% del total de empresas que son clientes de las entidades del sistema financiero.



5 Texto Único Ordenado de la Ley N° 28015, Ley de la Promoción de la Competitividad Formalización y Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa y del Acceso al Empleo Decente (TUO de la Ley MYPE).

6 Una UIT equivale a S/. 3 700 para el año 2013 (S/. 3 650 en 2012 y S/. 3 600 en 2011).

7 “Estadísticas de la Micro y Pequeña Empresa 2011”, elaborado por la Dirección General de Estudios Económicos, Evaluación y Competitividad Territorial del Ministerio de la Producción.

8 Según el número de trabajadores, las microempresas representan el 98,1% de las empresas formales; las pequeñas empresas, el 1,7%; y, la mediana y gran empresa, el 0,2%.

La importancia de las MYPE para la economía peruana se debe a que las microempresas y las pequeñas empresas representan más del 99% de las unidades productivas formales. Asimismo, en los últimos años, la bancarización⁹ de las MYPE se incrementó de 71% en 2010 a 79% en 2011. Ello resalta la importancia de monitorear el endeudamiento de estas empresas con el sistema financiero para identificar potenciales señales de un excesivo endeudamiento.

En los últimos años, los créditos MYPE otorgados por el sistema financiero han crecido a tasas elevadas (21,6% en 2011 y 14,5% en 2012). En la banca, estos créditos representan solo el 11% de la cartera total de créditos; mientras que en las entidades no bancarias, los créditos MYPE representan casi las dos terceras partes del total de sus colocaciones, dado que estas entidades se especializan en atender al segmento de micro y pequeña empresa.

De 2011 a 2012, el número de deudores MYPE a nivel del sistema financiero se incrementó a tasas superiores al 10% anual. Asimismo, el saldo promedio por deudor (calculado como el saldo total de los créditos MYPE sobre el número de deudores MYPE) también creció, aunque a tasas más bajas (6,4% en 2011 y 3,6% en 2012).

El análisis por tipo de crédito muestra que el mayor dinamismo de estos créditos corresponde principalmente a las pequeñas empresas. Así, en los últimos dos años, el número de deudores y el saldo total de créditos a la pequeña empresa viene creciendo a tasas por encima del 18%; contrario a lo observado en los créditos a la microempresa, en los que la tasa de crecimiento del número de deudores se ha desacelerado, de 12,5% a 8,3%, y la del saldo de créditos, de 11,1% a 5,1%. Esta evolución se explica, en parte, por el proceso de crecimiento que han experimentado las microempresas en este período, lo que conlleva que muchas de ellas hayan sido reclasificadas como pequeñas empresas, en la medida que ha aumentado su endeudamiento con el sistema financiero por encima de S/. 20 mil, como resultado de la expansión de sus operaciones.

CLIENTES CON CRÉDITOS MYPE EN EL SISTEMA FINANCIERO *

	Créditos a la Microempresa			Créditos a la Pequeña Empresa		
	Número de deudores	Saldo total de créditos (Mill. S/.)	Saldo promedio por deudor (S/.)	Número de deudores	Saldo total de créditos (Mill. S/.)	Saldo promedio por deudor (S/.)
2010	1 317 891	7 741	5 874	233 858	13 938	59 600
2011	1 482 633	8 600	5 800	289 520	17 683	61 077
2012	1 606 179	9 036	5 626	348 372	21 040	60 395

* Bancos, Financieras, Cajas Municipales, Cajas Rurales y Edpymes.
Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

La proporción de MYPE que registran deuda con solo una entidad del sistema financiero ha permanecido estable en los últimos dos años, en alrededor de 75% del total (esto es, tres de cada cuatro deudores MYPE son clientes únicos). No obstante ello, si bien el 25% de las MYPE registran obligaciones con dos o más entidades financieras, sus créditos representan alrededor del 55% del saldo total de créditos de este tipo.

Cabe indicar que la deuda promedio de aquellos deudores que registran créditos con tres o más entidades financieras es la que registró el mayor crecimiento (13,8%, entre diciembre de 2010 y

9 Calculada como el ratio de número de deudores con créditos MYPE (fuente: Reporte Crediticio Consolidado) dividido entre el número estimado de MYPE (fuente: Estadísticas de la Micro y Pequeña Empresa 2011, Ministerio de la Producción).





diciembre de 2012)¹⁰, a comparación de la deuda promedio de los clientes únicos (8,1%) o de los compartidos por dos entidades (7,4%).

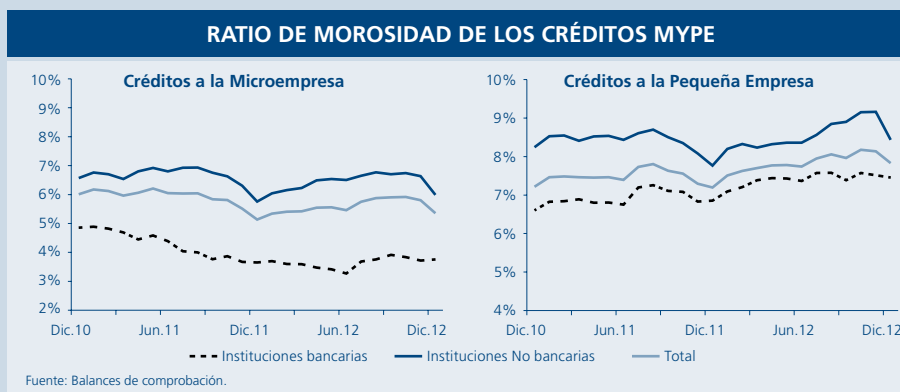
Al respecto, en los últimos dos años, el crecimiento de la deuda promedio de los clientes compartidos por tres o más entidades financieras ocurrió en las pequeñas empresas (aumento de 11%); contrario a lo observado en las microempresas, donde la deuda promedio de los clientes compartidos por tres o más entidades se contrajo en 10%.

CARACTERÍSTICAS DE LOS DEUDORES DE CRÉDITOS MYPE EN EL SISTEMA FINANCIERO*

N° entidades con las que registran de deuda	2010				2011				2012			
	Número de deudores	Saldo (Mill. S./)	Deuda promedio (S./)	Ratio de morosidad (%)	Número de deudores	Saldo (Mill. S./)	Deuda promedio (S./)	Ratio de morosidad (%)	Número de deudores	Saldo (Mill. S./)	Deuda promedio (S./)	Ratio de morosidad (%)
1	1 151 652	9 982	8 668	8,5	1 298 475	11 704	9 013	8,3	1 436 768	13 463	9 370	8,6
2	288 203	6 726	23 338	5,7	336 180	8 140	24 213	5,5	372 627	9 341	25 067	6,1
3	77 747	3 451	44 383	4,9	93 323	4 374	46 867	4,5	100 314	4 948	49 324	5,5
4	15 999	1 193	74 561	4,4	19 593	1 629	83 134	4,3	20 394	1 848	90 627	5,3
5 ó más	2 633	328	124 445	4,7	3 286	436	132 699	4,3	3 236	477	147 276	6,3
Total	1 536 234	21 679	14 112	6,8	1 750 857	26 282	15 011	6,5	1 933 339	30 076	15 557	7,1

* Bancos, Financieras, Cajas Municipales, Cajas Rurales y Edpymes.
Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

En cuanto a la calidad de la cartera MYPE, la evolución del ratio de morosidad de estos créditos en los dos últimos años revela algunas tendencias: i) los créditos MYPE de la banca (tanto a pequeñas como a microempresas) registran una menor morosidad que los de las entidades no bancarias; ii) los créditos a la microempresa presentan niveles de morosidad más bajos que los observados en los créditos a la pequeña empresa; y, iii) mientras que el ratio de morosidad de los créditos a microempresas registra una tendencia decreciente, el de los créditos a pequeñas empresas se viene incrementando, sobre todo en la banca. Cabe indicar que la caída en el ratio de morosidad observada en los meses de diciembre se debería, en parte, a los castigos de cartera que realizan las instituciones financieras estacionalmente a fines de año, lo que automáticamente mejora su indicador de morosidad.



Asimismo, se observa que las MYPE con deuda en una sola entidad financiera (clientes únicos) registran el mayor ratio de morosidad, aunque éste se ha mantenido en niveles estables (alrededor de 8,5%).

10 Entre estas, en particular la deuda promedio de deudores compartidos por cuatro entidades se expandió más de 21% en ese mismo período.

Ello podría deberse a que este grupo de clientes incluye a aquellos recientemente bancarizados, con escaso historial crediticio; ya que, en la medida que se acude a más entidades en busca de financiamiento, el otorgamiento de créditos conlleva un proceso de evaluación crediticia más riguroso.

En el caso de los deudores compartidos, el ratio de morosidad mostró una tendencia creciente, en especial para aquellos clientes que registran créditos con 5 ó más entidades (de 4,7% en 2010 a 6,3% en 2012), aunque permanece en niveles por debajo del promedio de las MYPE (7,1% en 2012). El segmento de pequeñas empresas es el que registró la mayor proporción de clientes (y de saldo de deuda) compartidos entre dos o más entidades financieras¹¹.

Una forma de evaluar si el ritmo de crecimiento de la deuda promedio de las MYPE es sostenible consiste en compararlo con el crecimiento de sus ingresos. A partir de la información disponible elaborada por el Ministerio de la Producción¹², se realizó una estimación de las ventas promedio de las MYPE formales (las que, con mayor probabilidad, serían sujetos de crédito del sistema financiero)¹³. De esta manera, se estimó que el nivel de ventas anuales promedio de las MYPE formales creció en 9,7% (de S/. 102 244 en 2010 a S/. 112 195 en 2011); mientras que la deuda promedio de las MYPE se incrementó en 6,4% en dicho período.

No obstante, una limitante de la estimación es que se podría estar sobreestimando el ingreso de las MYPE, ya que no se considera a las MYPE informales que sean clientes del sistema financiero (las que se ubicarían en rangos de bajos ingresos, aunque probablemente representen una baja proporción del total de clientes MYPE en el sistema financiero). Asimismo, la deuda promedio de las MYPE se mantiene relativamente estable por la incorporación de un mayor número de clientes (principalmente, microempresas), como consecuencia del proceso de bancarización e inclusión financiera de este segmento. Así, la incorporación de nuevos deudores, inicialmente con bajos saldos de deuda, atenúa el crecimiento de la deuda promedio.

Por lo tanto y si bien los indicadores analizados no reflejarían un excesivo endeudamiento, es importante continuar perfeccionando estos indicadores y seguir monitoreando la evolución de los créditos MYPE, en particular en el segmento de pequeña empresa cuya morosidad viene registrando incrementos sostenidos.

11. Las tasas de interés de los créditos otorgados por la banca a empresas no financieras mantuvieron una trayectoria estable.

Entre marzo de 2012 y marzo de 2013, únicamente las tasas en moneda nacional para empresas grandes se incrementaron (42 puntos básicos); por el contrario destacó

11 En las pequeñas empresas, los deudores compartidos como proporción del número total de clientes y del saldo total de deuda (45,9% y 61,7%, respectivamente) es mayor que en las microempresas (21,2% y 33,6%, respectivamente).

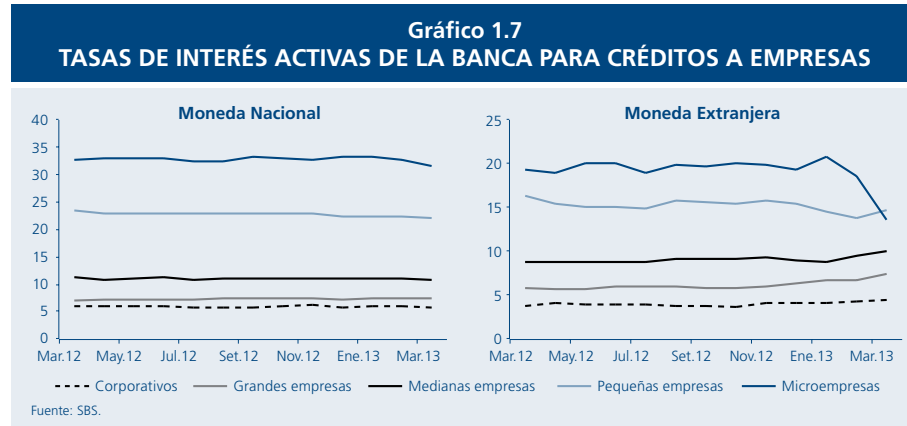
12 La información de 2011 corresponde a "MYPE 2011 Estadísticas de la micro y pequeña empresa". Dirección General de Estudios Económicos, Evaluación y Competitividad territorial. Para 2010, "Estadísticas". Dirección General de MYPE y Cooperativas.

13 El Ministerio de la Producción presenta información del número de MYPE formales clasificadas en rangos de ventas, definidos en términos de UIT. Para cada rango de ventas presentado, se consideró como nivel promedio al punto medio de cada rango. Luego, se calculó el nivel medio de ventas del total de MYPE formales como el promedio ponderado de cada uno de estos valores medios, usando como factor de ponderación el número de empresas en cada rango como proporción del total.





la reducción de las tasas a micro y pequeñas empresas (145 y 133 puntos básicos, respectivamente) y, en menor medida, a empresas corporativas y medianas (26 y 40 puntos básicos, respectivamente). Por otro lado, en moneda extranjera, sólo se redujeron las tasas a micro y pequeñas empresas (570 y 158 puntos básicos, respectivamente).



Cuadro 1.7
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS DE LA BANCA PARA CRÉDITOS A EMPRESAS

	Mar.12		Set.12		Dic.12		Mar.13	
	Moneda nacional	Moneda extranjera	Moneda nacional	Moneda extranjera	Moneda nacional	Moneda extranjera	Moneda nacional	Moneda extranjera
Corporativos	6,05	3,84	5,7	3,82	5,78	4,05	5,79	4,57
Grandes empresas	7,01	5,72	7,5	5,82	7,36	6,36	7,43	7,46
Medianas empresas	11,22	8,86	11,05	9,17	10,96	9,02	10,82	10,13
Pequeñas empresas	23,37	16,35	22,93	15,63	22,45	15,5	22,04	14,77
Microempresas	32,85	19,27	33,18	19,61	33,15	19,31	31,4	13,57

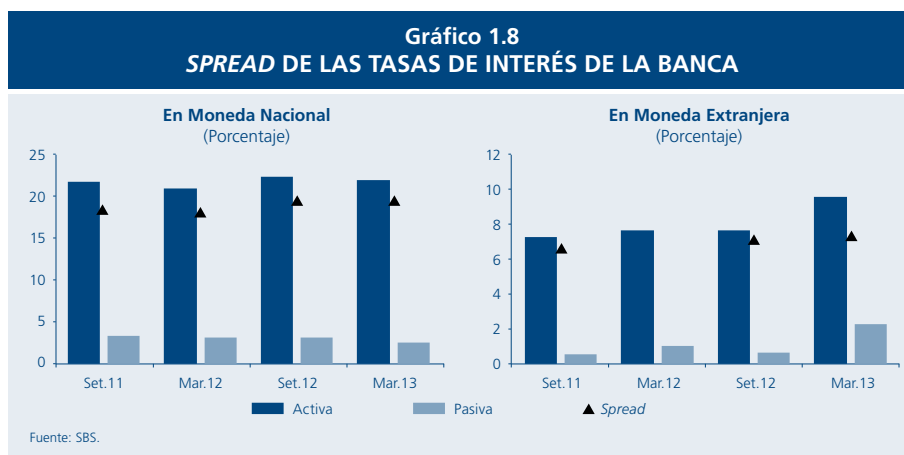
Fuente: SBS.

12. **El *spread*¹⁴ de las tasas de interés activas y pasivas de la banca¹⁵ mostró una tendencia estable.** Como se observa en el siguiente gráfico, el *spread* en moneda nacional se mantuvo en el mismo nivel en los últimos seis meses debido a la reducción de las tasas activas y pasivas. En el caso de moneda extranjera, el *spread* aumentó 0,3 puntos porcentuales, debido al incremento de las tasas activas.

Esta evolución se debió, en parte, al incremento de los requerimientos de encaje por parte del BCRP, que fue mayor en dólares, con el fin de atenuar el ritmo de expansión del crédito en un contexto de bajas tasas de interés internacionales ante la alta liquidez global.

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

15 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.



Indicadores y desempeño financiero de las empresas

13. **En 2012, las empresas corporativas reportaron resultados mixtos. Las empresas de servicios públicos aceleraron el crecimiento de sus ventas y mejoraron sus indicadores financieros. Las empresas industriales mantuvieron su solidez financiera y patrimonial pero mostraron un menor crecimiento de sus ventas y una ligera reducción de sus niveles de rentabilidad. Por su parte, las empresas mineras registraron una disminución de sus ventas y rentabilidad como consecuencia de los menores precios de los metales y del incremento de sus costos de producción.**

Las expectativas empresariales, a corto plazo (próximos 3 meses), sobre la economía, ventas y demanda de su sector han venido mejorando desde agosto de 2012, alcanzando sus mayores niveles en más de 2 años en los meses de enero y febrero de 2013. Asimismo, las empresas han calificado su situación financiera como favorable y no han reportado dificultades en el acceso a fuentes de financiamiento¹⁶.

Para el período 2013 – 2014, el total de anuncios de proyectos de inversión por parte de las empresas corporativas de los diversos sectores económicos asciende a US\$ 32 036 millones (empresas mineras US\$ 14 793 millones, empresas de hidrocarburos US\$ 4 992 millones, empresas eléctricas US\$ 3 826 millones, empresas industriales US\$ 1 809 millones, sector infraestructura US\$ 1 697 millones y otros sectores US\$ 4 919 millones).¹⁷ No obstante, el cumplimiento efectivo y en los plazos programados de estos proyectos de inversión, en particular de los sectores primarios, se está viendo afectado por diversos conflictos sociales aún no resueltos y por la demora en la obtención de permisos de exploración y explotación.

16 Ver Nota de Estudios N° 20 de 2013: Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas – Marzo 2013 en www.bcrp.gob.pe

17 Ver Reporte de Inflación de marzo de 2013, cuadro 13: “Anuncio de Proyectos de Inversión Privada”, página 38.





El nivel de liquidez de los bancos y de los inversionistas institucionales (AFP y fondos mutuos) 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.

La disponibilidad de recursos financieros para las empresas corporativas se ha incrementado debido a la mayor integración con el mercado de capitales internacional. Durante 2012 y los primeros meses de 2013, las empresas corporativas de mayor tamaño se han mostrado muy dinámicas en los mercados internacionales, a través de emisiones de instrumentos de deuda de largo plazo (por lo general, a plazos de 10 años o superiores)¹⁸.

Cabe destacar que estas emisiones de deuda se han dado a un costo financiero atractivo (en varios casos, a tasas de interés nominales en dólares inferiores al 5%) y por montos que le permiten al emisor, al mismo tiempo, tanto reperfilarse sus obligaciones financieras (sustitución de pasivos) como conseguir nuevo financiamiento para el desarrollo de sus proyectos de inversión y expansión.

El acceso al financiamiento del exterior se da en condiciones más ventajosas, en términos de monto emitido, plazos y tasas, que las que se conseguirían con la emisión de instrumentos similares en el mercado local. Ello es posible por el entorno de bajas tasas de interés internacionales que probablemente se mantendría al menos por los próximos 2 años, dadas las políticas de estímulo monetario implementadas por los principales bancos centrales del mundo. Debido a ello, se proyecta 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 ubican alrededor o por debajo de los 2 meses para las empresas industriales, mineras y de servicios públicos.** Si bien, los indicadores de plazo promedio de las cuentas por cobrar y del pago a proveedores se han mantenido relativamente estables en los últimos años, se ha observado un ligero incremento de los mismos, en 2012, para las empresas mineras, respecto a 2011. Dado los niveles actuales de estos indicadores, y la solidez financiera y posición de liquidez de las empresas, se espera que continúe el funcionamiento adecuado de la cadena de pagos de la economía.
15. **Las empresas industriales mostraron una desaceleración en la tasa de crecimiento de sus ventas y una ligera disminución de sus indicadores de rentabilidad (margen operativo y ROE) durante 2012.** Entre los sectores que experimentaron una mayor desaceleración de las ventas o una variación negativa de las mismas están, entre otras, las empresas textiles, la industria procesadora de

18 Ver detalle de las emisiones de las empresas corporativas en el mercado local e internacional en la sección: Intermediación Financiera Directa – Oferta Primaria.

harina de pescado, las empresas fabricantes de neumáticos, la industria siderúrgica y las empresas que fabrican productos en base a los metales industriales, como cables de cobre y láminas de zinc.

Los indicadores de apalancamiento y solvencia de las empresas industriales se mantienen en niveles similares a los reportados en los últimos años y dan cuenta de la solidez financiera de estas empresas. Gracias a los flujos de caja que provienen de sus operaciones, las empresas industriales pueden enfrentar sin problemas las obligaciones financieras derivadas de su nivel de apalancamiento (pasivos / patrimonio) de 109%. Asimismo, se observa un mejor nivel de liquidez, el cual ha mejorado en los años 2011 y 2012.

Cuadro 1.8
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES

	2008	2009	2010	2011	2012
Indicadores de ventas y rentabilidad					
- Ventas (Millones de S/.)	46 719	40 953	48 343	58 646	64 613
- Var. % anual	27%	-12%	18%	21%	10%
- Margen operativo 1/	9%	10%	11%	11%	10%
- ROE	14%	15%	18%	18%	16%
Indicadores de apalancamiento, solvencia, liquidez y estructura de pasivos					
- Pasivos / Patrimonio neto	127%	103%	110%	110%	109%
- Pasivos / Ventas	45%	48%	50%	48%	53%
- Liquidez ácida 2/	0,8	0,9	0,9	1,1	1,2
- Estructura de los pasivos (Como % del total)					
Préstamos bancarios	54%	45%	44%	45%	46%
Bonos y papeles comerciales	8%	12%	10%	11%	9%
Proveedores	17%	18%	22%	19%	19%
Otros 3/	20%	25%	24%	26%	26%
- Pasivos de corto plazo (Como % del total de pasivos)	72%	60%	63%	59%	59%
Indicadores del ciclo de negocio (Plazo promedio en número de días)					
- Inventarios	159	118	127	133	125
- Cuentas por cobrar	44	44	40	41	40
- Pago a los proveedores	60	68	68	53	54
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 2012). Los plazos promedios de realización de inventarios en números de días se han reducido en 2012, luego de subir en 2010 y 2011.

El desempeño financiero de las empresas de alimentos y bebidas, bienes de consumo y de ventas minoristas (*retail*) se beneficiaron del crecimiento del consumo privado en 2012 (5,8%). Las ventas de las empresas de *retail* se vieron favorecidas por el incremento del poder adquisitivo de la población y de la mayor superficie de área de venta gracias a la inauguración de nuevas tiendas tanto en Lima como en el interior del país.

El sector construcción viene liderando la expansión de la economía (crecimiento de 15,2% en 2012). El desarrollo de complejos de viviendas, centros comerciales,





oficinas, obras viales, infraestructura pública y la autoconstrucción¹⁹ han impulsado las ventas de las empresas constructoras y proveedoras de insumos y de materiales de construcción (cemento, vidrio, acero, concreto, bloques, mayólicas, etc.). En el caso de las empresas cementeras, los mayores volúmenes de producción tanto por la mayor demanda como por las recientes ampliaciones en su capacidad productiva han permitido una reducción de sus costos unitarios de producción (economías de escala) y una mejora de sus utilidades.

Las empresas siderúrgicas han incrementado sus volúmenes de ventas gracias al dinamismo de la construcción, pero sus márgenes brutos y operativos se han visto afectados por los menores precios internacionales de los productos siderúrgicos. Estos precios se han visto afectados por un superávit global de acero ante la mayor oferta de acereras chinas y la menor demanda proveniente de Europa. Por otro lado, los precios externos de la materia prima (chatarra, hierro esponja, etc.) no han disminuido en la misma proporción que los precios de los productos terminados de acero, lo que ha afectado los márgenes brutos de estas empresas.

16. **Las empresas mineras han registrado una reducción de sus ventas de 14% en 2012 debido al retroceso de los precios promedios de los metales por la crisis económica en la Zona del Euro, la desaceleración del crecimiento de China y los mayores niveles de inventarios para los principales metales industriales (cobre y zinc) reportados en las bolsas de metales.**

**Cuadro 1.9
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS MINERAS**

	2008	2009	2010	2011	2012
Indicadores de ventas y rentabilidad					
- Ventas (Millones de S/.)	27 014	23 730	31 575	35 707	30 733
Var. % anual	-1%	-12%	33%	13%	-14%
- Margen operativo 1/	46%	49%	55%	52%	42%
- ROE	35%	30%	38%	35%	22%
Indicadores de apalancamiento, solvencia, liquidez y estructura de pasivos					
- Pasivos / Patrimonio neto	45%	36%	34%	27%	35%
- Pasivos / Ventas	45%	46%	39%	31%	51%
- Liquidez ácida 2/	2,9	3,3	3,6	3,4	2,9
- Estructura de los pasivos (Como % del total)					
Préstamos bancarios	37%	26%	27%	23%	23%
Bonos y papeles comerciales	3%	3%	2%	2%	11%
Proveedores	13%	11%	13%	18%	16%
Otros 3/	47%	60%	58%	57%	51%
- Pasivos de corto plazo (Como % del total de pasivos)	54%	51%	62%	62%	52%
Indicadores del ciclo de negocio (Plazo promedio en número de días)					
- Inventarios	89	94	97	102	92
- Cuentas por cobrar	19	40	42	33	41
- Pago a los proveedores	41	42	51	52	62

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.

19 Personas que construyen o mejoran sus propios hogares en forma gradual.

Los resultados financieros de las empresas mineras se han deteriorado desde el cuarto trimestre de 2011. Las empresas mineras no solo se han visto afectadas por menores precios de los metales sino también por una continua inflación de costos en el sector que ha incrementado los costos de producción y reducido los márgenes brutos y operativos²⁰. Las empresas mineras han reportado mayores gastos de personal (ante la escasez de profesionales y técnicos especializados) y mayores precios de los suministros mineros y repuestos (como cal, sulfato de cobre, maderas, bolas de acero, explosivos, reactivos, etc.), combustibles y tarifas de servicios públicos (energía eléctrica, por ejemplo). Otro factor que afecta negativamente es la apreciación del nuevo sol debido a que las ventas son en dólares mientras que una parte importante de los costos operativos es en nuevos soles.

Cabe notar que si bien el margen operativo y el ROE de las empresas mineras parecen ubicarse en niveles relativamente altos, son los menores de al menos los últimos 6 años. Además, analizando individualmente a las empresas que forman parte de la muestra, se observa que algunas (por lo general, las mineras de menor tamaño) han sido más impactadas por la reducción de precios de los metales y el alza de los costos operativos.

Las empresas mineras han empezado a invertir en proyectos hidroeléctricos, con el fin de autogenerar su propia energía eléctrica y reducir sus costos de producción. Las ampliaciones de minas y el desarrollo de nuevos yacimientos mineros previstos para los próximos años van a requerir de un significativo crecimiento de la oferta de energía del país.

La posición financiera de las empresas mineras les permitiría desarrollar 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 conjunto²¹. Sin embargo, los mayores costos de desarrollo (construcción) de proyectos mineros, el alza de los costos operativos y un posible déficit energético podrían poner en riesgo la ejecución de los proyectos marginales. Además, las inversiones mineras están siendo retrasadas por conflictos sociales, dado que existen grupos organizados que se oponen al desarrollo de los proyectos mineros.

Cabe mencionar, la importancia de que se mantenga un adecuado clima de negocios para las inversiones mineras. En un mundo globalizado, las empresas mineras, que son corporaciones que operan en varios países, destinan sus capitales y recursos técnicos al desarrollo de proyectos en los países que brinden estabilidad jurídica y un ambiente favorable a estas inversiones de largo plazo.

20 Las empresas mineras han reportado incluso alzas en sus costos unitarios de producción de 20%.

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





17. **Las empresas de servicios públicos han registrado una aceleración del crecimiento de sus ventas en 2011 y 2012 respecto a los 2 años anteriores gracias a las mayores ventas de las empresas distribuidoras y generadoras de energía eléctrica, de la empresa distribuidora de gas natural en Lima, de la empresa distribuidora de agua potable en Lima y de las empresas de telefonía móvil.**

Las empresas de servicios públicos han consolidado su solidez financiera, dado que redujeron sus niveles de apalancamiento de 122% en 2010 a 93% en 2012 y mejoraron su indicador de solvencia de 115% en 2010 a 106% en 2012. 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 emisiones²².

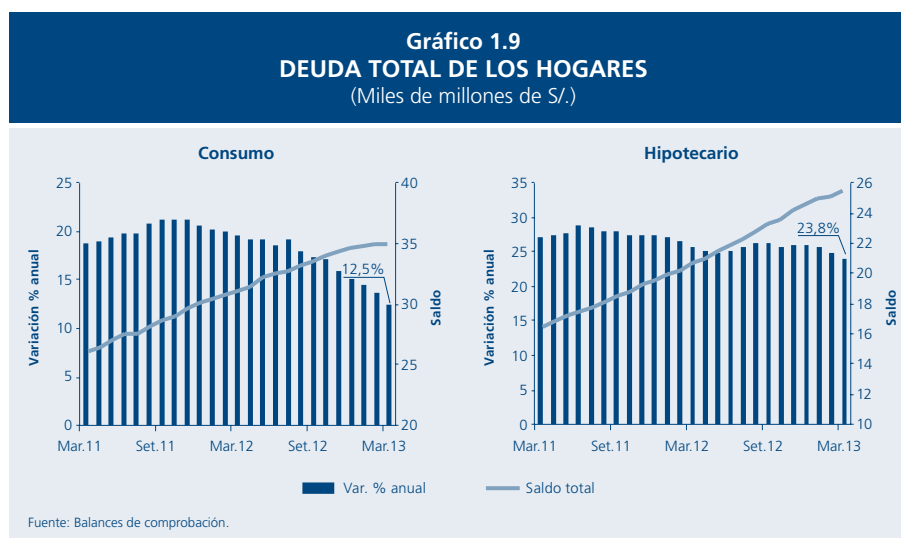
Cuadro 1.10					
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS PÚBLICOS					
	2008	2009	2010	2011	2012
Indicadores de ventas y rentabilidad					
- Ventas (Millones de S/.)	17 018	17 651	18 200	19 948	22 355
- Var. % anual	14%	4%	3%	10%	12%
- Margen operativo 1/	21%	24%	23%	22%	21%
- ROE	12%	17%	17%	15%	14%
Indicadores de apalancamiento, solvencia, liquidez y estructura de pasivos					
- Pasivos / Patrimonio neto	110%	110%	122%	103%	93%
- Pasivos / Ventas	115%	113%	115%	107%	106%
- Liquidez ácida 2/	0,9	0,9	1,1	1,0	1,1
- Estructura de los pasivos (Como % del total)					
Préstamos bancarios	35%	35%	31%	35%	33%
Bonos y papeles comerciales	25%	25%	26%	23%	20%
Proveedores	13%	12%	15%	16%	16%
Otros 3/	27%	28%	28%	26%	31%
- Pasivos de corto plazo (Como % del total de pasivos)	35%	33%	34%	36%	35%
Indicadores del ciclo de negocio (Plazo promedio en número de días)					
- Inventarios	12	13	12	12	10
- Cuentas por cobrar	58	56	62	60	61
- Pago a los proveedores	44	43	39	42	42
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.					

El desempeño financiero de este sector seguirá acorde al dinamismo de la economía y a la ejecución de los principales proyectos de inversión que se traducirá en un incremento de la demanda por energía. Asimismo, una mayor cobertura, esperada para los próximos años, del total de la población respecto al acceso y uso de servicios públicos (como agua y desagüe, energía eléctrica, telefonía, gas natural, etc.) implicará una expansión de las operaciones de las empresas de servicios públicos.

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

I.4 Financiamiento a Hogares

18. La tasa de crecimiento anual (últimos 12 meses) de la deuda por créditos de consumo se redujo en el semestre setiembre 2012 – marzo 2013 (de 17,4% a 12,5%). El mismo comportamiento se observó en los créditos hipotecarios (de 26,2% a 23,8%)²³.



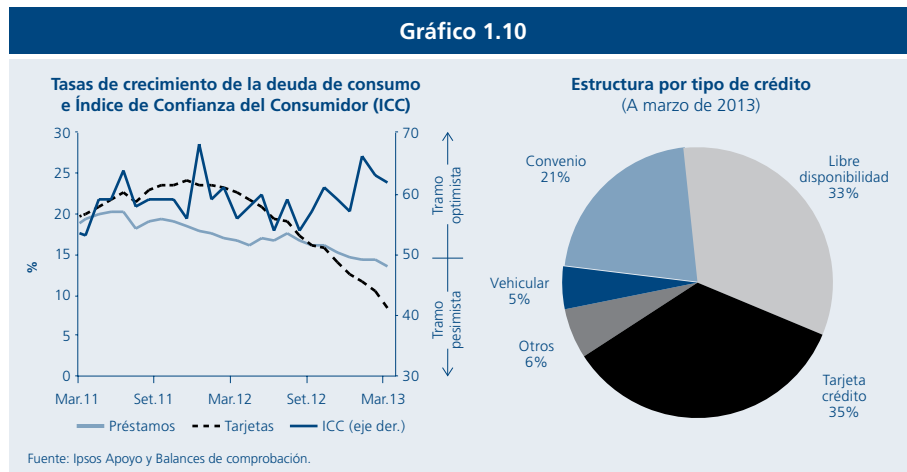
19. El menor ritmo de crecimiento de los créditos de consumo (principalmente en tarjetas de crédito) estuvo asociado, en parte, a las medidas regulatorias prudenciales adoptadas por la SBS (cambio en el reglamento para el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito, publicado en noviembre de 2012²⁴). Por tipo de operación se observó que, a excepción de los créditos vehiculares, los préstamos de libre disponibilidad, los de convenio²⁵ y las colocaciones a través de tarjetas de crédito crecieron a tasas anuales menores que las registradas en el semestre anterior.

23 En el caso de 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); mientras que la tasa de crecimiento anual de los créditos hipotecarios se encuentra alrededor de los niveles observados en dicho periodo de crisis (24,9%).

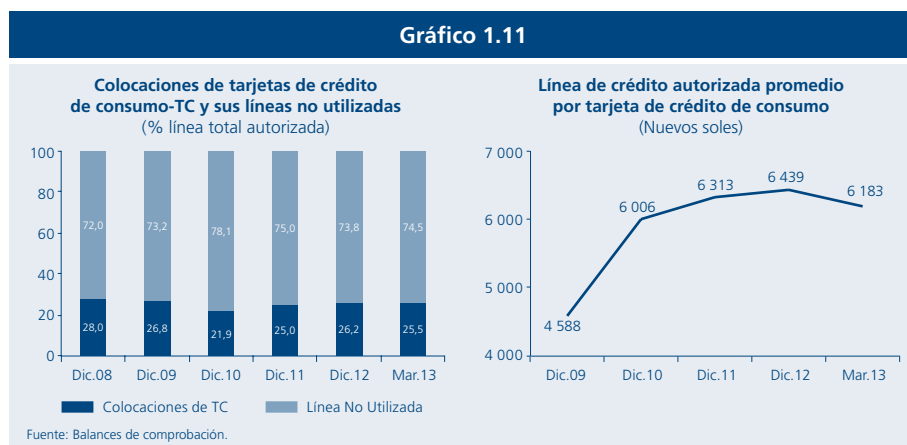
24 El reglamento eleva el requerimiento de patrimonio efectivo por las exposiciones a créditos de consumo, de acuerdo al plazo del crédito. Por ejemplo, para los créditos de consumo no revolventes a plazos mayores a 48 meses, se incrementa el factor de ponderación hasta 250%; mientras que para aquellos a plazos menores a 48 meses, se mantiene el factor de 100%.

25 Típicamente, los préstamos de libre disponibilidad y los otorgados mediante convenio se otorgan sin colaterales; a diferencia de los créditos vehiculares, que tienen como colateral el vehículo financiado. Los créditos por convenio se distinguen porque el cobro de las cuotas se efectúa mediante el descuento directo de la boleta de pago del prestatario, lo que les otorga un mayor orden de prelación en el cobro con respecto a otros tipos de crédito del deudor.





20. **La línea de crédito promedio por tarjeta de crédito de consumo autorizada o aprobada por las instituciones financieras del país se redujo en el primer trimestre del año (de S/. 6 439 en diciembre de 2012 a S/. 6 183 en marzo de 2013). En ese mismo período se redujo el porcentaje de utilización de la línea autorizada promedio por tarjeta de crédito (de 26,2% a 25,5%).** Pese a lo anterior, es necesario monitorear permanentemente a los clientes de tarjeta de crédito, dado que esas personas siempre tienen la opción de consumir de forma imprevista su línea de crédito no utilizada.



El menor crecimiento de las colocaciones a través de tarjetas de crédito de consumo estaría asociado, en parte, a la modificación del reglamento para el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito. Este reglamento, publicado por la SBS en noviembre de 2012, eleva los factores de ponderación para las exposiciones de consumo revolventes asociadas a tarjetas de crédito, mientras mayor sea el plazo de amortización de dichos créditos²⁶.

26 Por ejemplo, si el plazo es superior a 36 meses, el factor de ponderación por riesgo de crédito se eleva de 100% a 150%.

**Cuadro 1.11
CLIENTES CON DEUDA DE TARJETA DE CRÉDITO EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/**

N° entidades con las que registran deudas	Dic.11			Dic.12			Mar.13		
	Número de deudores	Saldo (Mill. S/.)	Deuda promedio (S/.)	Número de deudores	Saldo (Mill. S/.)	Deuda promedio (S/.)	Número de deudores	Saldo (Mill. S/.)	Deuda promedio (S/.)
1	1 135 466	2 167	1 909	1 322 082	2 607	1 972	1 398 693	2 603	1 861
2	522 012	2 700	5 171	563 037	3 126	5 553	572 841	3 068	5 356
3	256 511	2 531	9 867	261 095	2 778	10 639	264 553	2 714	10 258
4	110 751	1 818	16 412	109 086	1 961	17 980	112 373	1 910	17 001
5 o más	55 531	1 578	28 416	53 275	1 684	31 612	59 101	1 714	29 006
Total	2 080 271	10 794	5 189	2 308 575	12 157	5 266	2 407 561	12 010	4 988

1/ Incluye bancos, financieras, cajas municipales, cajas rurales de ahorro y crédito y edpymes.
Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

Entre diciembre de 2011 y marzo de 2013, aumentó la participación de los clientes propios tanto como proporción del número total de clientes con tarjetas de crédito (de 54,6% a 58,1%) como del saldo total de deuda por tarjetas de crédito (de 20,1% a 21,7%). En ese mismo periodo, se redujo la participación de los clientes compartidos con dos ó más entidades financieras, como proporción del número total de clientes. Ello reflejaría el proceso de consolidación de deudas de tarjeta de crédito y la incorporación de nuevos tarjetahabientes.

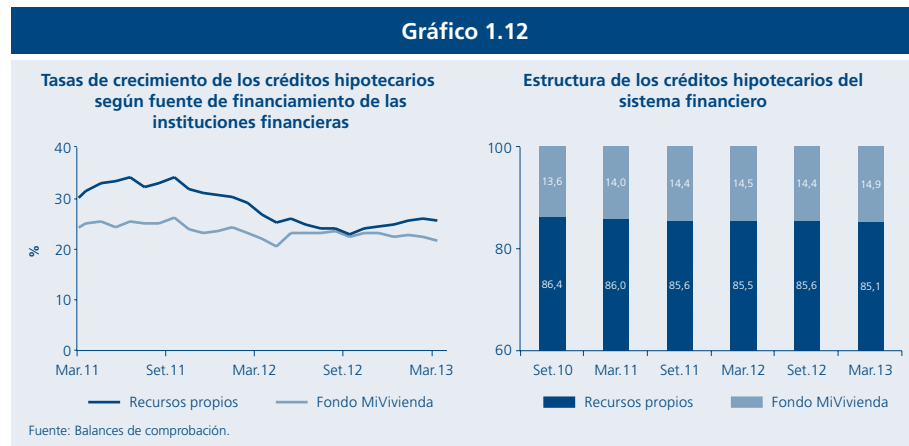
En ese mismo periodo y a nivel agregado, el saldo de deuda promedio por cliente se contrajo en 3,9%. Esta reducción refleja la menor deuda promedio de los clientes propios, ya que este grupo de clientes tiene la mayor participación a nivel de deudores. Sin embargo, en el grupo de clientes compartidos se observó un incremento en la deuda promedio por cliente.

21. **La reducción en la tasa de crecimiento anual de la deuda por créditos hipotecarios en el último semestre se explicó por el menor crecimiento de los créditos otorgados con recursos propios, que compensó el mayor crecimiento de los créditos otorgados por las instituciones financieras con recursos del Fondo MiVivienda.**

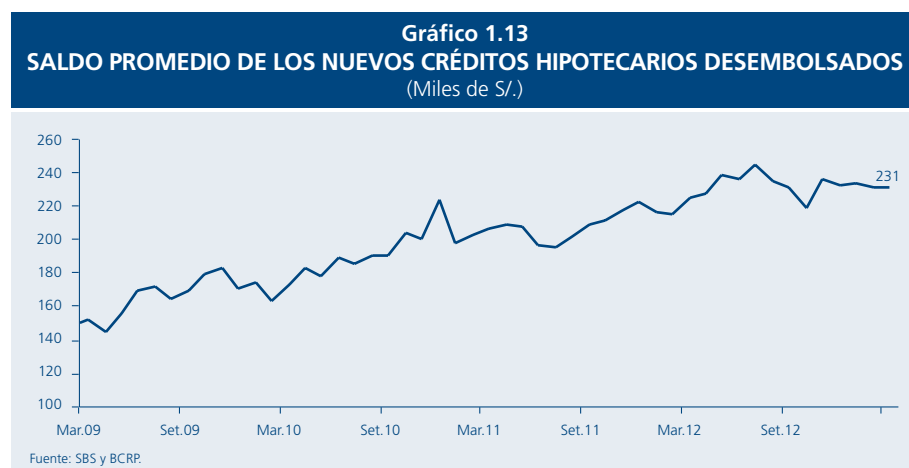
La menor tasa de crecimiento de los créditos hipotecarios estaría vinculada, en parte, al nuevo reglamento para el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito, que ajusta los factores de ponderación para los créditos hipotecarios para vivienda considerando las condiciones crediticias bajo las cuales se otorgan (plazo, moneda, tasa de interés, entre otras)²⁷. El ajuste tiene como objetivo que el requerimiento de patrimonio refleje de manera más adecuada el nivel de riesgo de los créditos hipotecarios.

27 El factor de ponderación se eleva mientras mayor sea el plazo, el crédito sea desembolsado en moneda extranjera, la tasa de interés sea variable y el crédito tenga un mayor ratio *loan-to value*, entre otros.





22. **Cabe mencionar que, entre el primer trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2013, la mediana de los precios por metro cuadrado de los departamentos ubicados en los distritos de La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Surco pasó de S/. 2 854 a S/. 4 629²⁸.** Asimismo, en línea con el comportamiento de los precios de las viviendas, el saldo promedio por crédito de los nuevos créditos hipotecarios desembolsados mensualmente se ha incrementado, de S/. 152 mil en setiembre de 2008 a S/. 231 mil en marzo de 2013.



23. **En general, una extensión acelerada del crédito hipotecario por encima de la sostenibilidad de pago de las familias y cuando se manifiesta en un crecimiento insostenible de los precios de los inmuebles genera una situación de burbuja de precios de estos activos.** En estas circunstancias, la caída abrupta de los precios de los inmuebles compromete la capacidad de pago de los deudores que esperaban ganar un retorno vinculado al alza de los precios y, con ello, se configura una situación de crisis financiera.

28 Ver indicador de Precios de Venta de Departamentos en www.bcrp.gob.pe/estadisticas.html

Por ello, es importante mantener un seguimiento de la evolución de los precios de los inmuebles y del indicador de capacidad de recuperar una inversión en este tipo de propiedad mediante el alquiler de los mismos. Los indicadores de precios en Lima Metropolitana muestran una tendencia a estabilizarse a nivel agregado en el primer trimestre de 2013, al igual que el ratio de precio / alquiler anual, que representa el número de años en que se recuperaría la inversión.



Cuadro 1.12
PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M²

	2011-I	2011-II	2011-III	2011-IV	2012-I	2012-II	2012-III	2012-IV	2013-I
Jesús María	12,6	13,1	12,9	13,0	13,0	15,7	15,5	14,9	15,0
La Molina	16,5	17,2	15,2	15,8	12,7	10,7	12,4	11,6	13,7
Lince	14,3	15,6	16,5	14,1	13,9	14,2	14,2	16,4	14,1
Magdalena	11,6	13,7	12,7	12,5	14,5	14,1	13,1	16,0	14,0
Miraflores	12,9	14,0	15,6	15,7	19,0	17,0	15,3	15,0	14,8
Pueblo Libre	15,6	15,6	15,0	15,3	15,4	16,5	15,2	16,0	14,1
San Borja	15,3	17,2	16,6	17,2	15,3	19,5	16,8	18,2	18,6
San Isidro	15,6	15,9	14,9	16,7	19,7	17,7	17,2	18,4	18,0
San Miguel	17,7	15,9	13,7	12,8	14,8	15,3	16,1	15,6	14,4
Surco	15,9	15,8	13,3	16,3	16,6	16,7	17,1	15,0	16,8
Agregado									
Promedio	14,8	15,4	14,6	14,9	15,5	15,7	15,3	15,7	15,3

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

Cabe indicar que el nuevo reglamento de requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito establece medidas prudenciales con el objetivo de reducir la compra de inmuebles con propósitos especulativos. De este modo, el reglamento establece un ratio *loan-to-value* prudencial más estricto para aquellos





créditos hipotecarios destinados a la compra de una segunda vivienda²⁹, lo que exige a los clientes pagar una mayor cuota inicial para acceder al crédito. Adicionalmente, los créditos hipotecarios para la compra de segunda vivienda que excedan este ratio *loan-to-value* prudencial tendrán factores de ponderación de riesgo incluso más elevados para efectos del cálculo de los activos ponderados por riesgo, lo que implica una mayor exigencia de capital para las entidades financieras.

24. En los últimos 12 meses, se observó un mayor crecimiento de los créditos a los hogares otorgados en moneda nacional respecto a los de moneda extranjera, principalmente en los créditos hipotecarios

De esta manera, en el último semestre se redujo el grado de dolarización de la deuda total de los hogares con el sistema financiero, de 24,4% a 23,7%.

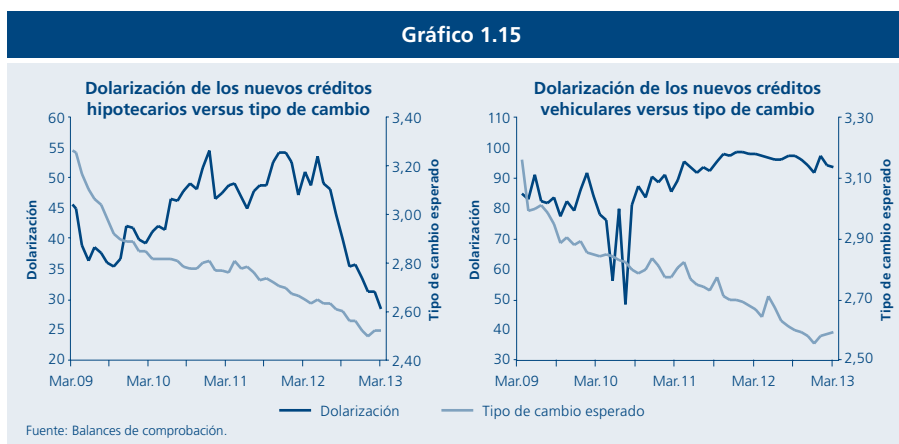
Cuadro 1.13 CRÉDITO A HOGARES 1/ (Millones de S/.)							
	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Mar.13	Mar.13/Mar.12	
						Flujo	Var. %
Total 2/	42 470	51 801	56 859	59 326	60 607	8 806	17,0
% dolarización	24,4%	24,2%	24,4%	24,0%	23,7%		
Consumo	26 054	31 153	33 571	34 696	35 035	3 882	12,5
% dolarización	8,5%	8,3%	8,6%	8,7%	8,9%		
Hipotecario	16 416	20 648	23 287	24 630	25 572	4 924	23,8
% dolarización	49,5%	48,1%	47,1%	45,4%	44,0%		
En Moneda nacional	32 127	39 263	42 999	45 116	46 245	6 982	17,8
Consumo	23 839	28 556	30 675	31 671	31 925	3 368	11,8
Hipotecario	8 288	10 706	12 324	13 444	14 320	3 614	33,8
En Moneda extranjera 2/	10 343	12 538	13 860	14 210	14 362	1 823	14,5
Consumo	2 215	2 596	2 896	3 025	3 110	514	19,8
Hipotecario	8 128	9 942	10 964	11 185	11 252	1 310	13,2

1/ Incluyen los créditos de consumo del Banco de la Nación.
2/ Saldos expresados en moneda nacional con el tipo de cambio de marzo de 2013.
Fuente: Balances de comprobación.

Si bien la dolarización de la deuda por créditos de consumo en el semestre se incrementó levemente, de 8,6% a 8,9%, este nivel es relativamente bajo, excepto en los créditos vehiculares (de 69,3% a 77,1% en el mismo periodo).

Por otro lado, la proporción de la deuda hipotecaria en dólares aún es elevada, aunque se viene reduciendo sostenidamente (de 47,1% a 44,0% en el último semestre). Así, los nuevos créditos hipotecarios otorgados vienen mostrando una tendencia decreciente en su dolarización desde inicios de 2012.

29 70% para un crédito en moneda nacional para la compra de segunda vivienda versus 90% en uno en moneda nacional para la compra de primera vivienda.



Ello puede deberse a factores de demanda, tales como mejores hábitos de endeudamiento y/o mayor educación financiera de los deudores; o al hecho que los vendedores de inmuebles estarían optando por cotizarlos en nuevos soles para protegerse ante la apreciación de la moneda nacional, lo que promueve que los clientes demanden financiamiento hipotecario en esa misma moneda.

Por el lado de la oferta, la reducción en la dolarización de los nuevos créditos hipotecarios otorgados se debe también a los menores incentivos de las instituciones financieras para ofrecer créditos en moneda extranjera, debido a los cambios regulatorios que encarecen estos créditos (tales como los cambios en el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito y las modificaciones en los requerimientos de encaje); así como a las mayores posibilidades de las instituciones financieras para fondearse en moneda nacional a largo plazo, lo que, por gestiones de calce de activos y pasivos, incentiva la colocación de créditos en esa misma moneda y plazo.

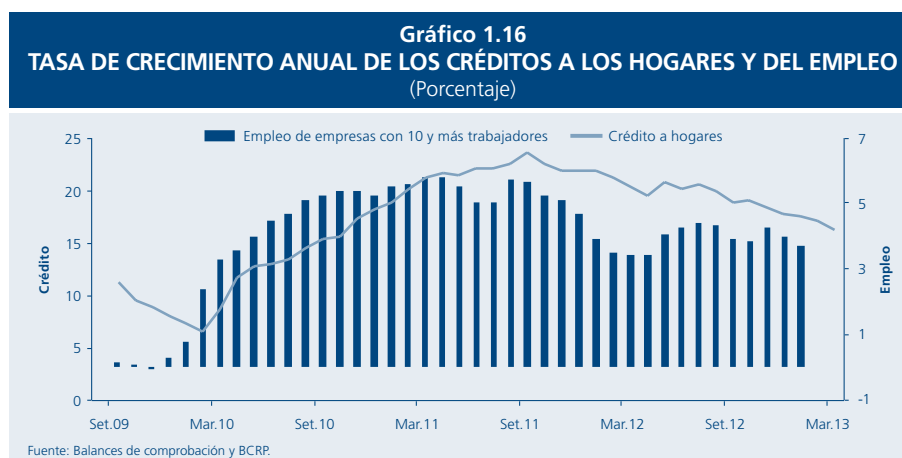
25. **Un factor que viene afectando la dolarización de los créditos a hogares son las medidas prudenciales tomadas por la SBS (mayores requerimientos de patrimonio efectivo y de provisiones) para que las entidades financieras sean más cautas en el otorgamiento de los créditos a este segmento.**

En diciembre de 2012, la SBS publicó un Proyecto de Resolución que modifica el reglamento para la administración del riesgo cambiario crediticio³⁰, con el objetivo de mitigar la exposición de las entidades financieras a dicho riesgo. En ese sentido, el Proyecto establece provisiones genéricas adicionales a los créditos otorgados a deudores con clasificación Normal para cubrir las exposiciones afectas al riesgo cambiario crediticio.

30 Posibilidad de que la institución afronte pérdidas por el incumplimientos de los deudores en el pago de sus obligaciones crediticias producto de descalces entre sus exposiciones netas en moneda extranjera. Por ejemplo, deudores que solicitan un crédito en dólares cuando estos no tienen ingresos en la moneda en que solicitan el crédito.



26. **En el último semestre, se mantuvo la relación directa entre las tasas de crecimiento del empleo y del nivel de deuda de los hogares.** Se debe señalar que, durante este periodo, se observó un menor crecimiento del empleo, aunque a tasas superiores que las observadas a fines de 2009.



27. **A marzo de 2013, 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 52,6% de la deuda total de los hogares, por debajo de lo registrado en setiembre de 2012 (53,7%).**

Las personas que cuentan únicamente con deuda hipotecaria representan tan solo el 1,5% de los deudores (nivel similar a setiembre de 2012), pero su deuda representa el 11,3% de la deuda total de los hogares (10,7% en setiembre de 2012). Por su parte y si bien las personas que tienen ambos tipos de créditos representan el 3,1% del total de deudores, ellos concentran el 36,2% de la deuda total de los hogares a marzo de 2013 versus 35,6% a setiembre de 2012 (aunque tanto su cartera de alto riesgo o CAR³¹ como su cartera morosa son las más bajas).

Cuadro 1.14
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE LOS HOGARES A MARZO DE 2013

	Sólo hipotecario	Sólo consumo	Consumo e hipotecario	Total deuda de hogares
Número de deudores	63 647	3 971 103	128 200	4 162 950
Saldo deuda (Millones de S/.)	6 838	31 891	21 928	60 657
Deuda promedio (S/.)	107 442	8 031	171 048	14 571
Cartera morosa (% deuda)	2,3	4,6	1,2	3,1
Cartera de alto riesgo (% deuda)	3,7	8,8	3,0	6,1

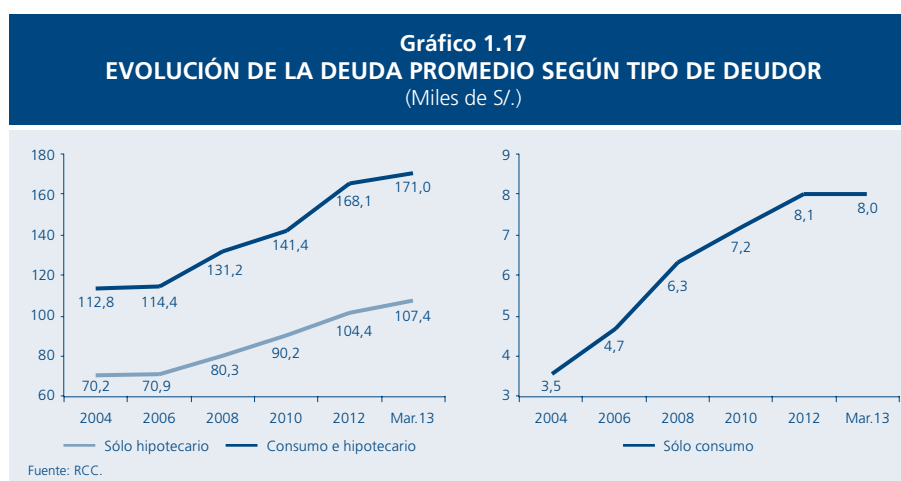
Fuente: RCC.

28. **Destaca que los deudores que tienen únicamente créditos de consumo presentan los mayores niveles de CAR y morosidad.** Este mismo grupo de

31 La cartera de alto riesgo agrega los créditos de los deudores con clasificación de riesgo Deficiente, Dudoso y Pérdida.

deudores registró un incremento de su ratio de cartera morosa en los últimos años (de 3,9% en diciembre de 2010 a 4,6% en marzo de 2013); en contraste, en el caso de los deudores solo con créditos hipotecarios este ratio se mantuvo estable (alrededor de 2,3%); y, en el caso de los deudores con ambos tipos de crédito, el ratio de morosidad se redujo (de 1,3% a 1,2%).

Adicionalmente, entre diciembre de 2004 y marzo de 2013, la deuda promedio de los clientes que tienen únicamente créditos de consumo creció a mayor ritmo (126%) que la de los otros dos grupos de deudores del sector hogares (cuya deuda promedio creció en alrededor de 52%).



En cuanto a la distribución de deudores según el número de entidades con las que registran créditos, los clientes que registran tanto créditos de consumo como hipotecarios son los más proclives a endeudarse con más de una entidad (89% del número total de dichos clientes), en comparación a los deudores que exclusivamente tienen créditos de consumo (42%) o hipotecarios (1%).

Cuadro 1.15
CLIENTES QUE TIENEN CRÉDITOS DE CONSUMO Y/O HIPOTECARIOS
CON EL SISTEMA FINANCIERO MARZO 2013

Número de entidades	Sólo hipotecario			Sólo consumo			Consumo e hipotecario		
	Número	Saldo (Mill. de S/.)	Deuda promedio (S/.)	Número	Saldo (Mill. de S/.)	Deuda promedio (S/.)	Número	Saldo (Mill. de S/.)	Deuda promedio (S/.)
1	63 236	6 706	106 045	2 379 579	8 862	3 724	13 864	2 973	214 475
2	403	128	316 733	917 618	9 020	9 830	49 693	7 354	147 997
3	8	5	601 657	412 610	6 659	16 139	34 056	5 677	166 689
4	0	0	0	170 733	3 996	23 403	18 508	3 363	181 726
5 o más	0	0	0	90 563	3 354	37 031	12 079	2 560	211 968
Total	63 647	6 838	107 441	3 971 103	31 891	8 031	128 200	21 928	171 048

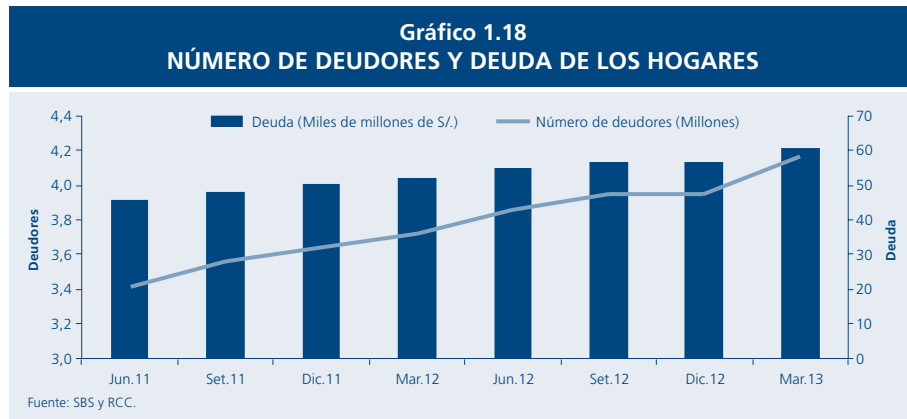
Fuente: RCC.

29. En el período setiembre 2012 – marzo 2013, el número de deudores del sector hogares creció a una tasa ligeramente inferior al saldo de su deuda



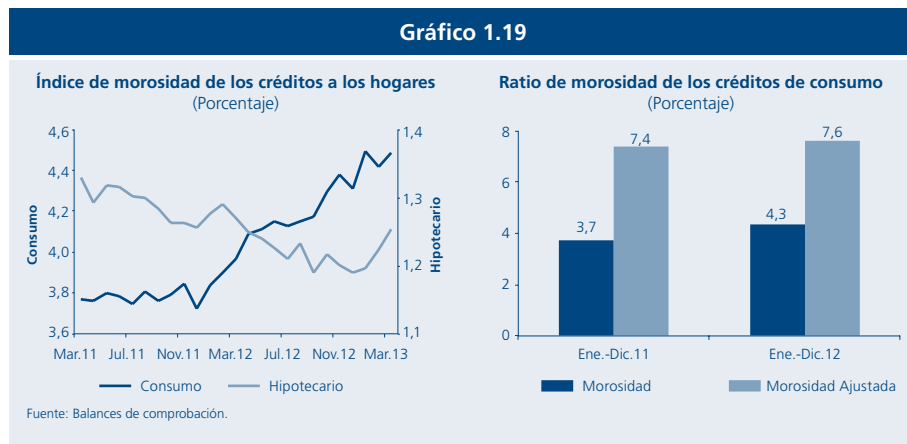


(5,5% y 6,5%, respectivamente). Ello se reflejó en un mayor nivel de deuda promedio de los hogares (pasó de S/. 14 423 a S/. 14 571).



30. **La cartera morosa³² como porcentaje del crédito total a los hogares se mantiene en niveles bajos, aunque se incrementó ligeramente en el semestre setiembre 2012 – marzo 2013.** Ello ocurrió básicamente en la cartera de consumo, aunque en el primer trimestre de 2013 la morosidad de la cartera de créditos hipotecarios registró un ligero incremento.

Cabe indicar que las instituciones financieras realizan periódicamente castigos³³ de la cartera deteriorada de créditos de consumo, en busca de reducir su cartera morosa. Así, si se aislara el efecto del flujo de castigos anuales realizados, tanto a diciembre de 2011 como a diciembre de 2012, el ratio de morosidad ajustado duplicaría el ratio de morosidad observado. Más aún, ambos ratios de morosidad, tanto el observado como el ajustado por castigos, mostraron un incremento en 2012 con respecto a los del año anterior.



32 Incluye los créditos vencidos, en cobranza judicial, refinanciados y reestructurados.

33 La entidad financiera puede 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. De esta forma, la pérdida ha sido ya interiorizada por la entidad financiera.

A marzo de 2013, el mayor nivel de morosidad en los créditos a hogares correspondió a la modalidad de tarjetas de crédito de consumo en moneda nacional (que representa el 93% del total de colocaciones con tarjeta de crédito)³⁴.

Cuadro 1.16 RATIO DE MOROSIDAD DE LOS HOGARES CON EL SISTEMA FINANCIERO				
Morosidad (%)	Dic.11	Mar.12	Set.12	Mar.13
Total deuda hogares	2,8	2,9	3,0	3,1
Moneda nacional	3,1	3,3	3,4	3,6
Moneda extranjera	1,7	1,6	1,4	1,5
Consumo	3,7	4,0	4,2	4,5
Moneda nacional	3,9	4,1	4,3	4,7
Moneda extranjera	2,3	2,4	2,4	2,6
- Tarjeta de crédito	4,6	5,0	5,1	5,7
Moneda nacional	5,0	5,4	5,6	6,3
Moneda extranjera	2,3	2,5	2,3	2,7
- Libre disponibilidad	2,9	3,2	3,6	3,8
Moneda nacional	3,0	3,2	3,7	3,9
Moneda extranjera	2,4	2,5	2,5	2,7
- Convenio	1,8	1,8	1,9	2,0
Moneda nacional	1,8	1,8	1,9	2,0
Moneda extranjera	0,4	0,9	1,0	1,5
- Vehicular	2,9	3,1	2,8	3,1
Moneda nacional	5,9	6,3	5,9	7,0
Moneda extranjera	1,6	1,8	1,7	1,9
Hipotecario	1,3	1,3	1,2	1,3
Moneda nacional	1,2	1,2	1,2	1,2
Moneda extranjera	1,5	1,4	1,2	1,3

Fuente: Balances de comprobación

En el último semestre, los mayores incrementos en la morosidad se registraron en los créditos vehiculares y los de tarjeta de crédito, en moneda nacional; y, en los créditos por convenio, en moneda extranjera.

Cabe indicar que, desde diciembre de 2011, las colocaciones a través de tarjeta de crédito y los préstamos de libre disponibilidad (en especial, los denominados en moneda nacional) vienen experimentando un ratio de morosidad creciente. Con respecto a los créditos de convenio, las entidades no bancarias registraron niveles promedio de morosidad de 3,4% en nuevos soles y 3,0% en dólares, equivalentes a casi el doble de los registrados por las entidades bancarias. Por el contrario, la morosidad de los créditos hipotecarios en nuevos soles se mantuvo estable; y, la de dólares, se redujo.

31. **Las tasas de interés de los créditos de consumo e hipotecarios, en ambas monedas, se han venido incrementando en el último semestre.** Ello está en línea con los mayores requerimientos de encaje y con la eliminación de

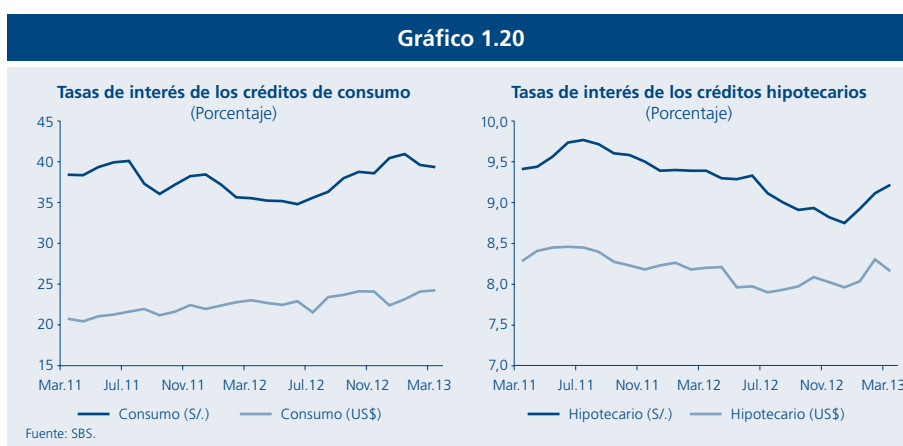
34 En el último semestre, la participación de los préstamos por tarjeta de crédito en nuevos soles se redujo levemente (los mismos representaban 94% del total en setiembre de 2012).





ciertas comisiones aplicables a los productos financieros desde enero de este año.

En el último semestre, las tasas activas promedio cobradas a los hogares se han incrementado, en particular aquellas denominadas en moneda nacional. Por tipo de crédito, los préstamos de consumo registraron mayores aumentos en sus tasas a comparación de los hipotecarios.



Entre el 1 de octubre de 2012 y el 31 de marzo de 2013, el BCRP incrementó la tasa de encaje medio en moneda nacional y extranjera en 1,5 y 3,5 puntos porcentuales, respectivamente³⁵.

32. **Por su parte, en febrero de 2013 el BCRP estableció una deducción del requerimiento de encaje por un equivalente al 25% del incremento de las inversiones y colocaciones en el exterior de las entidades financieras locales respecto a su saldo del 31 de diciembre de 2012, con el fin de incentivar una sustitución en los activos en dólares hacia el exterior y así moderar la expansión del crédito local en dólares y las presiones apreciatorias sobre el tipo de cambio.**

Adicionalmente, en marzo se tomaron medidas para elevar los requerimientos de encaje en moneda extranjera para aquellas entidades financieras con una mayor expansión de los créditos hipotecarios y vehiculares en dicha moneda³⁶. Asimismo, se incrementó el encaje adicional de 20% a 25% para los créditos del exterior

35 En moneda nacional, lo hizo en octubre (0,5%), noviembre (0,75%) y enero (0,25%). En moneda extranjera, lo hizo en octubre (0,5%), noviembre (0,75%), enero (0,75%), febrero (1,0%) y marzo (0,5%).

36 Así, la tasa de encaje media se elevará en 0,75 puntos porcentuales para las entidades financieras cuyo saldo promedio diario de crédito hipotecario y vehicular en moneda extranjera supere en 10% el saldo de febrero de 2013. Si la expansión de estos conceptos de crédito supera el 20%, la tasa media de encaje aumentará en 1,5 puntos porcentuales.

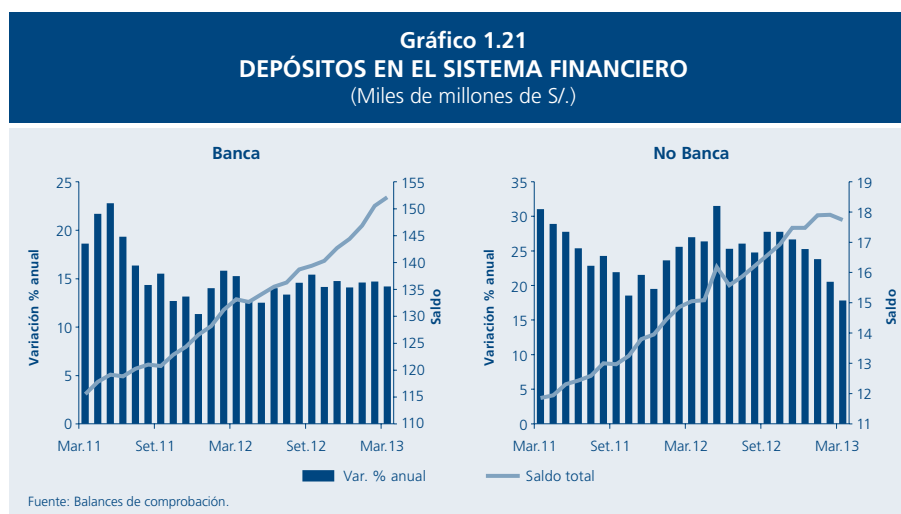
y bonos con plazo mayor a 3 años cuando el monto de financiamiento de estas fuentes exceda 2,2 veces el patrimonio de setiembre de 2012.

Un aumento en el encaje reduce el margen financiero de los bancos, los cuales buscarán preservarlo mediante aumentos en el *spread* entre la tasa de interés de los préstamos que otorgan y la tasa de interés de los depósitos. Los bancos pueden obtener este aumento del *spread* incrementando sus tasas activas o reduciendo sus tasas pasivas, o una combinación de ambas medidas. Las mayores tasas de interés de mercado inducirían a los agentes económicos a reducir sus gastos y, con ello, se reducirían las presiones inflacionarias.

Las medidas de encajes adoptadas en marzo tienen adicionalmente el objetivo de inducir a las entidades financieras a internalizar los riesgos de un uso desmedido del fondeo externo para otorgar créditos en dólares a las familias, en un contexto de bajas tasas de interés internacionales.

I.5 Depósitos en el Sistema Financiero

33. **Los depósitos en el sistema financiero registran un crecimiento de 15,1% en marzo de 2013 con respecto a igual mes del año pasado, destacando el aumento en las entidades bancarias en moneda nacional de 22,6%.** Cabe indicar que, al igual que en las colocaciones, la reducción del saldo de depósitos en las entidades no bancarias en marzo de 2013 obedeció a la escisión de un bloque patrimonial de la Financiera América a favor de su accionista, el Banco Financiero.



34. **Por tipo de moneda, durante el último semestre el aumento de los depósitos en el sistema financiero estuvo liderado por los denominados en moneda nacional, por lo que el ratio de dolarización de los depósitos disminuyó.** La menor preferencia por depósitos en moneda extranjera se explica por el actual



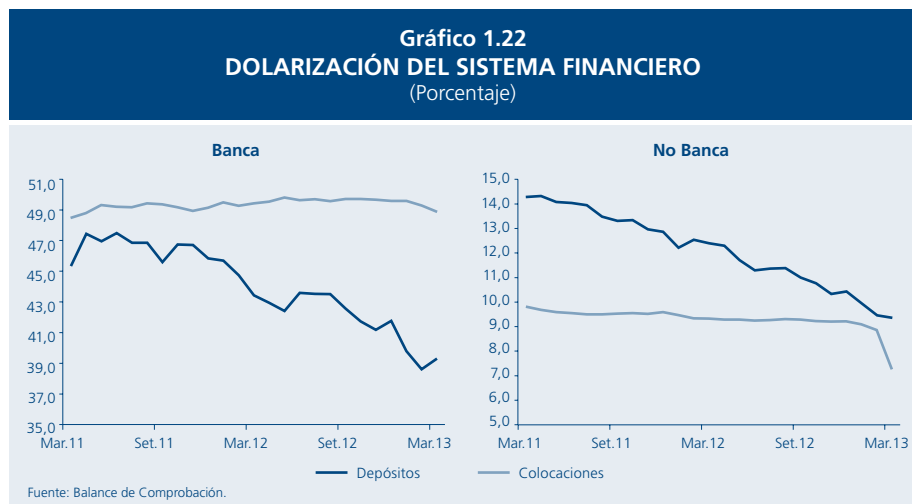


escenario de mejores tasas de interés en moneda nacional, respecto a las de moneda extranjera. La tasa de crecimiento de los depósitos en moneda nacional en el último semestre fue 14,0% (versus 7,8% en el semestre anterior) y la de moneda extranjera, 0,3% (versus 2,5% en el semestre anterior).

Cuadro 1.17 DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/ (Millones de S/.)							
	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Mar.13	Mar.13/Mar.12	
						Flujo	Var.%
Sistema Financiero	133 587	155 274	164 207	171 091	178 769	23 496	15,1
Moneda nacional	79 124	95 063	102 488	108 486	116 861	21 798	22,9
Moneda extranjera	54 462	60 211	61 719	62 605	61 908	1 698	2,8
% dolarización	40,8%	38,8%	37,6%	36,6%	34,6%		
Banca	115 560	133 196	139 411	144 392	152 123	18 928	14,2
Moneda nacional	63 163	75 360	80 081	84 104	92 378	17 018	22,6
Moneda extranjera	52 396	57 836	59 330	60 289	59 746	1 910	3,3
% dolarización	45,3%	43,4%	42,6%	41,8%	39,3%		
No Banca	11 852	15 052	16 569	17 478	17 735	2 683	17,8
Moneda nacional	10 158	13 185	14 747	15 657	16 079	2 893	21,9
Moneda extranjera	1 694	1 867	1 822	1 821	1 657	-210	-11,2
% dolarización	14,3%	12,4%	11,0%	10,4%	9,3%		
Banco de la Nación	6 174	7 026	8 226	9 220	8 910	1 885	26,8
Moneda nacional	5 803	6 517	7 659	8 726	8 404	1 887	29,0
Moneda extranjera	372	508	567	494	506	-2	-0,4
% dolarización	6,0%	7,2%	6,9%	5,4%	5,7%		

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2013.
Fuente: Balances de comprobación.

35. **La dolarización de los depósitos en la banca y en las entidades no bancarias mostró una disminución significativa, mientras que la de las colocaciones disminuyó ligeramente en la banca.**

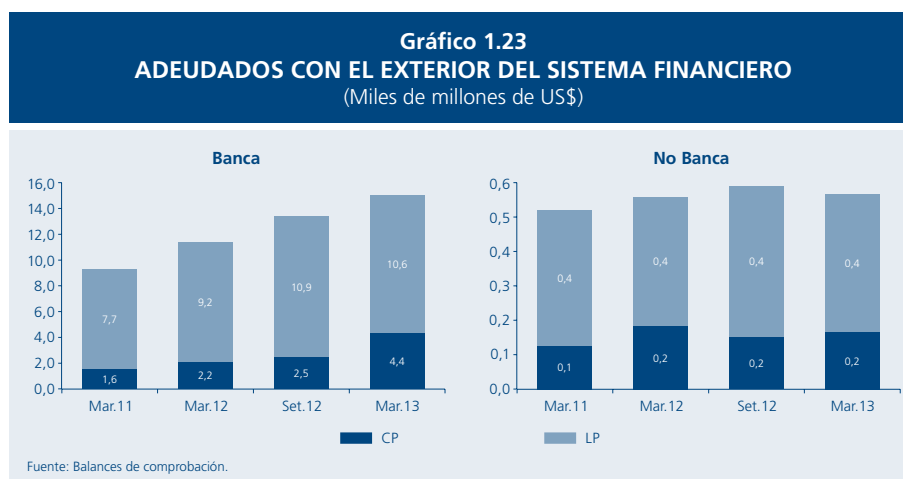


En el caso de la banca, la disminución de la dolarización en los depósitos, que pasó de 42,6% a 39,3% en el último semestre, y la leve disminución de la dolarización de las colocaciones, de 49,7% a 48,9%, fue impulsada por el diferencial de tasas de interés de los depósitos y las políticas prudentes que morigeran el crecimiento de los créditos de la banca en moneda extranjera.

En el caso de las entidades no bancarias, la disminución de la dolarización en el último semestre fue más notoria en créditos, principalmente en marzo de 2013, debido a la escisión de un bloque patrimonial de América Financiera a favor de su accionista, el Banco Financiero, que implicó la transferencia de gran parte de su cartera de créditos, principalmente en dólares.

Cabe destacar que, en la banca, la dolarización de los créditos es mayor que la de los depósitos, lo que refleja la importancia de los adeudados con el exterior como fuente de financiamiento, principalmente de los créditos en moneda extranjera. Sin embargo, no existe mayor riesgo de una salida repentina de capitales, ya que más del 70% de estos adeudados son de largo plazo.

36. **Los adeudados con el exterior del sistema financiero se incrementaron en US\$ 1 602 millones en el último semestre, explicado por los de corto plazo (US\$ 1 897 millones) parcialmente compensados por la reducción de los de largo plazo (US\$ 295 millones).** La banca lideró este proceso, principalmente por el incremento de los adeudados con el exterior de corto plazo, con lo que, la participación de los adeudados con el exterior de corto plazo aumentó, de 18,9% en marzo de 2012 a 29,0% en marzo de 2013.





37. Las tasas de interés pasivas presentan una tendencia creciente, tanto en moneda nacional como extranjera, desde setiembre de 2012 en las financieras; y, decreciente en las CM.

Cuadro 1.18 TASAS DE INTERÉS PASIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO (Porcentaje)							
		Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
		Ahorro	Plazo*	CTS	Ahorro	Plazo*	CTS
Banca	Mar.11	0,38	3,96	3,21	0,35	1,36	2,09
	Mar.12	0,35	4,11	3,36	0,24	1,48	1,95
	Set.12	0,40	4,53	3,23	0,24	1,84	2,07
	Dic.12	0,35	4,72	2,63	0,24	1,86	1,45
	Mar.13	0,35 ↓	4,50 ↓	3,66 ↑	0,25 ↑	1,67 ↓	2,54 ↑
Financieras	Mar.11	1,92	5,66	11,18	1,32	2,08	4,87
	Mar.12	1,72	6,46	10,80	1,01	3,18	4,31
	Set.12	1,52	5,50	6,94	0,86	2,82	3,63
	Dic.12	1,69	6,15	7,26	0,76	2,96	4,08
	Mar.13	1,63 ↑	5,78 ↑	7,60 ↑	0,88 ↑	2,92 ↑	4,20 ↑
CM	Mar.11	1,23	7,32	10,61	0,70	3,83	5,90
	Mar.12	0,94	7,25	10,77	0,57	3,65	6,17
	Set.12	0,89	6,86	9,94	0,48	3,23	5,26
	Dic.12	0,90	6,82	9,73	0,46	2,88	5,25
	Mar.13	0,86 ↓	6,71 ↓	9,43 ↓	0,45 ↓	2,74 ↓	4,45 ↓
CRAC	Mar.11	0,99	8,90	13,58	0,64	5,04	7,10
	Mar.12	0,85	8,29	12,29	0,37	5,39	5,44
	Set.12	0,86	7,73	12,57	0,29	5,12	4,60
	Dic.12	1,42	7,86	12,03	0,81	4,65	4,55
	Mar.13	1,35 ↑	7,55 ↓	12,44 ↓	0,69 ↑	4,63 ↓	4,86 ↑

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

En la banca y las CRAC las variaciones son mixtas. En el caso de los bancos, las tasas han aumentado por los depósitos CTS en ambas monedas. Mientras que en las cajas rurales disminuyeron por los depósitos a plazo y por CTS en moneda nacional.

Cuadro 1.19
TASAS DE INTERÉS PASIVAS POR ENTIDAD A MARZO DE 2013
 (Porcentaje)

	Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
	Ahorro	Plazo 360d	Plazo>360d	Ahorro	Plazo 360d	Plazo>360d
Promedio Banca	0,35	3,79	4,50	0,25	1,47	1,67
Continental	0,41	3,34	3,25	0,28	1,23	0,90
Comercio	1,81	4,47	5,61	0,87	2,40	2,33
Crédito	0,20	3,64	3,70	0,14	1,05	2,38
Trabajo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Financiero	0,93	4,03	6,35	0,82	2,60	2,94
BanBIF	1,46	3,99	5,45	0,55	2,36	1,99
Scotiabank	0,73	3,29	3,48	0,30	1,03	1,10
Citibank	0,49	3,14	4,34	0,21	2,44	0,62
Interbank	0,30	3,38	2,13	0,29	0,83	1,11
Mibanco	0,82	3,99	5,21	0,57	2,25	3,32
HSBC	1,58	4,20	4,08	0,78	2,94	2,56
Falabella	2,24	4,89	5,63	1,17	2,05	3,25
Santander	-	3,07	-	-	-	-
Ripley	0,75	4,60	5,28	0,50	0,40	0,80
Azteca	1,00	7,75	9,27	0,25	3,67	-
Deutsche	-	-	-	-	-	-
Cencosud	-	-	-	-	-	-
Promedio Financieras	1,63	4,46	5,78	0,88	2,53	2,92
Crediscotia	1,51	3,87	5,43	1,08	2,43	2,91
América	-	1,00	-	-	-	-
TFC	-	7,05	7,76	-	3,00	-
Universal	1,77	7,53	7,67	1,00	3,39	4,17
Uno	-	-	-	-	-	-
Mitsui	-	-	-	-	-	-
Edyficar	-	3,98	4,12	-	-	-
Crear	2,50	4,26	4,88	-	-	-
Confianza	1,68	4,49	5,51	0,20	-	1,64
Efectiva	-	-	-	-	-	-
Proempresa	-	4,50	6,30	-	-	-
Promedio CMAC	0,86	5,68	6,71	0,48	2,88	2,74
Arequipa	1,34	6,37	7,05	0,48	3,17	3,30
Cusco	0,64	5,27	6,24	0,33	2,39	2,59
Del Santa	0,60	5,68	7,16	0,50	2,30	2,79
Huancayo	0,93	5,07	5,89	0,39	2,32	2,38
Ica	1,65	5,35	6,00	0,72	3,11	3,72
Maynas	0,96	5,64	6,77	0,25	1,80	4,15
Paita	0,90	6,35	8,01	0,47	4,08	4,14
Pisco	2,01	6,42	7,69	0,80	2,25	-
Piura	0,74	5,57	6,68	0,50	3,65	3,81
Sullana	0,89	5,18	6,33	0,30	3,04	3,06
Tacna	1,04	5,73	7,93	0,93	3,10	3,61
Trujillo	0,63	4,49	6,62	0,20	1,51	1,99
CMCP Lima	1,35	5,60	6,71	1,00	3,38	3,95
Promedio CRAC	1,35	5,47	7,55	0,69	4,02	4,63
Cajamarca	1,50	7,42	9,37	1,00	4,68	4,47
Chavín	1,96	5,24	8,18	1,50	-	4,19
Sipán	0,79	6,42	7,18	0,50	2,35	-
Libertadores de Ayacucho	1,33	6,34	7,44	0,28	3,50	4,00
Los Andes	1,90	7,64	9,64	1,25	3,75	4,75
Nuestra Gente	0,69	3,98	6,51	0,17	-	-
Profinanzas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Prymera	1,29	0,84	5,58	0,83	2,10	3,21
Credinka	2,46	5,87	7,66	1,00	4,34	5,02
Señor de Luren	1,35	6,57	8,25	0,70	3,72	4,69
Incasur	1,20	5,50	8,00	-	-	-

Fuente: SBS.





38. **Los cuatro bancos más grandes del sistema ocupan los primeros lugares del ranking en todos los tipos de depósito.** También destaca la presencia de las cajas municipales más grandes en el *Top Ten* de los depósitos de ahorro y CTS.

Cuadro 1.20 RANKING DE DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO (Marzo 2013)									
Ranking	Entidad	Vista				Ahorro			
		Participación %		Participación %		Participación %		Participación %	
		Mar.12	Mar.13	Mar.12	Mar.13	Mar.12	Mar.13	Mar.12	Mar.13
1	Crédito	39,9%	40,1%	Crédito	39,0%	38,9%			
2	Continental	22,9%	23,3%	Continental	21,7%	23,0%			
3	Scotiabank	18,2%	16,8%	Interbank	12,1%	12,2%			
4	Interbank	7,9%	7,7%	Scotiabank	12,4%	11,2%			
5	Citibank	5,8%	7,0%	CMAC Arequipa	1,7%	1,8%			
6	BanBif	2,0%	2,2%	Mibanco	1,4%	1,7%			
7	Financiero	0,7%	0,7%	BanBif	1,6%	1,5%			
8	Santander	0,8%	0,7%	Financiero	1,4%	1,5%			
9	Comercio	0,6%	0,6%	CMAC Piura	1,0%	1,0%			
10	HSBC	0,8%	0,6%	Citibank	1,1%	0,9%			

Ranking	Entidad	Plazo				Total			
		CTS		Resto de Depósitos a Plazo		Participación %		Participación %	
		Mar.12	Mar.13	Mar.12	Mar.13	Mar.12	Mar.13	Mar.12	Mar.13
1	Crédito	47,5%	44,9%	Crédito	21,4%	25,2%	Crédito	32,0%	33,6%
2	Continental	18,4%	18,4%	Continental	19,7%	16,6%	Continental	21,0%	20,0%
3	Interbank	6,9%	6,7%	Interbank	7,9%	9,4%	Scotiabank	12,5%	11,5%
4	Scotiabank	6,8%	6,2%	Scotiabank	9,9%	9,3%	Interbank	8,8%	9,4%
5	CMAC Arequipa	2,3%	2,4%	Mibanco	4,8%	4,1%	BanBif	2,7%	2,6%
6	CMAC Piura	1,3%	2,2%	Financiero	3,3%	3,6%	Citibank	2,4%	2,4%
7	Comercio	1,4%	1,7%	BanBif	3,7%	3,5%	Mibanco	2,5%	2,3%
8	BanBif	1,6%	1,7%	HSBC	3,6%	3,5%	Financiero	2,0%	2,1%
9	CRAC Sr. de Luren	1,1%	1,6%	Crediscotia Financiera	2,8%	2,3%	HSBC	2,0%	1,8%
10	CMAC Trujillo	1,5%	1,4%	Santander	2,1%	2,1%	CMAC Arequipa	1,3%	1,4%

Fuente: Balances de comprobación.

I.6 Indicadores de Solidez del Sistema Financiero

Para evaluar la solidez de las entidades financieras se toma en cuenta un conjunto de indicadores que reflejan la suficiencia de capital, la calidad de sus activos, la eficiencia en la gestión de dichos activos, la rentabilidad y la liquidez.

Suficiencia de Capital

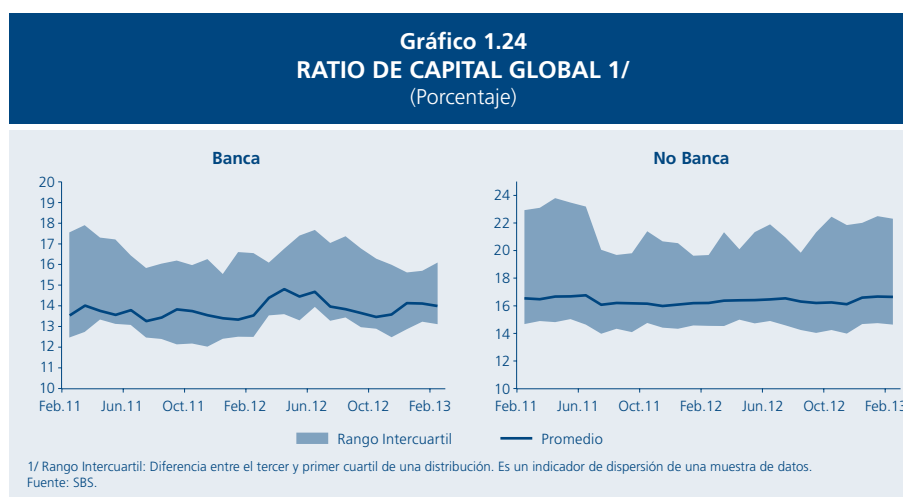
39. **El ratio de capital global³⁷ del sistema financiero se mantuvo en niveles adecuados, tanto en la banca como en las entidades no bancarias.** Desde julio de 2011, el requerimiento mínimo de patrimonio efectivo sobre el total de

37 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.

activos y contingentes ponderados por riesgo es de 10%; y, como se muestra en el gráfico siguiente, ambos tipos de instituciones sobrepasan holgadamente dicho requerimiento. De setiembre de 2012 a febrero de este año, el ratio de capital global de la banca aumentó de 13,6% a 14,0%, mientras que el de las entidades no bancarias lo hizo de 16,2% a 16,7%.

Algunas entidades no bancarias registran niveles de patrimonio efectivo cercanos al mínimo requerido, aunque vienen adoptando políticas adecuadas de capitalización.

Cabe indicar que la SBS publicó un Reglamento³⁸ en el que señala que las entidades del sistema financiero deberán establecer un patrimonio efectivo adicional al mínimo requerido de 10%, por los riesgos mencionados en el Acuerdo de Capital de Basilea II (por concentración individual a clientes, por sector económico y regional, por variaciones en la tasa de interés en el libro bancario – *banking book* y por propensión al riesgo de crédito) y Basilea III (fluctuaciones del ciclo económico y concentración de mercado). Las entidades del sistema financiero tienen un plazo de adecuación desde julio de 2012 hasta julio de 2016.



Cuadro 1.21
RATIO DE CAPITAL GLOBAL
(Porcentaje)

	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Feb.13
Total Sistema*	14,3	14,7	14,0	14,5	14,3
Banca	14,0	14,4	13,6	14,1	14,0
No Bancaria	16,5	16,4	16,2	16,6	16,7
Financieras	15,7	15,8	15,9	17,4	17,5
Cajas Municipales	16,6	16,5	16,1	15,8	15,8
Cajas Rurales	15,3	14,5	13,8	14,1	14,2
Edpymes	22,1	21,5	22,6	22,7	23,0
Banco de la Nación	23,8	21,5	20,9	19,2	18,7

* No incluye Banco de la Nación.
Fuente: SBS

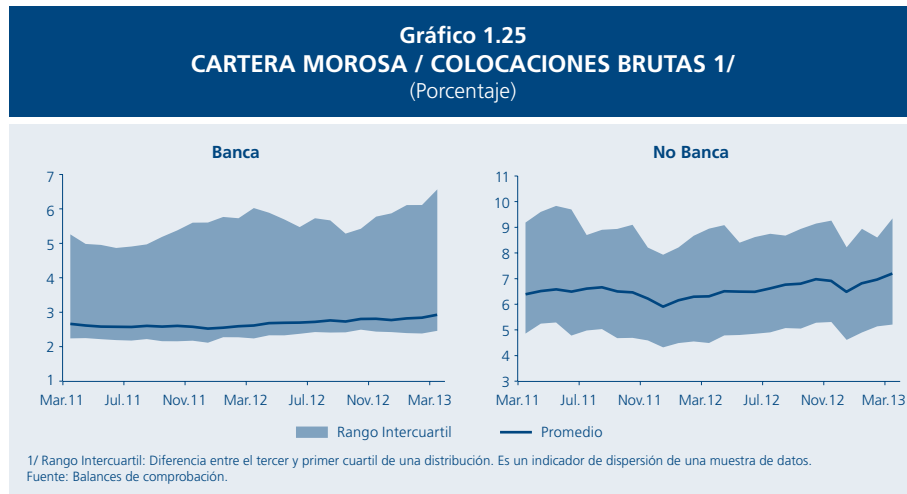
38 Resolución N° 8425-2011, publicado el 21 de julio de 2011.





Calidad de Activos

40. **El ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas mostró un incremento en el último semestre.** Tanto en la banca como en las entidades no bancarias, el indicador promedio se incrementó moderadamente: en la banca, de 2,7% a 2,9%; mientras que en las no bancarias, de 6,8% a 7,2%.



A nivel de entidades, se observó que la dispersión en los bancos es mayor debido a que el promedio refleja el peso de los tres bancos más grandes, por lo que muchos valores se ubicaron por encima de la media; mientras que en las no bancarias se observó una distribución más uniforme con respecto al promedio.

Cabe indicar que el ratio de morosidad registra niveles más altos en las entidades no bancarias que en los bancos, como reflejo del riesgo asociado a los segmentos en los que operan. Específicamente, las entidades no bancarias concentran su negocio en los créditos a micro y pequeñas empresas (MYPE) y en los créditos de consumo, por lo que tienen niveles de morosidad, en promedio, más altos que la banca. (Ver Punto 38)

Cuadro 1.22
CARTERA MOROSA / COLOCACIONES BRUTAS
(Porcentaje)

	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Feb.13
Total Sistema	3,2	3,1	3,3	3,3	3,5
Banca	2,7	2,6	2,7	2,8	2,9
No Bancaria	6,4	6,3	6,8	6,5	7,2
Financieras	4,7	4,5	5,2	5,8	6,4
Cajas Municipales	7,2	7,5	7,9	7,0	7,8
Cajas Rurales	7,1	6,8	7,3	7,1	7,5
Edpymes	6,7	6,2	6,3	5,7	6,3
Banco de la Nación	1,3	0,6	0,6	0,6	0,6

Fuente: Balances de comprobación.

41. **Los indicadores de riesgo de crédito del sistema financiero registraron aumentos moderados en los últimos seis meses.** El incremento en el indicador de exposición patrimonial al riesgo de crédito³⁹ (de 4,1% a 4,8%) fue reflejo del aumento del ratio de cartera morosa / colocaciones brutas (de 3,3% a 3,5%) y de la disminución del ratio de provisiones específicas / cartera morosa (de 79,0% a 78,1%).

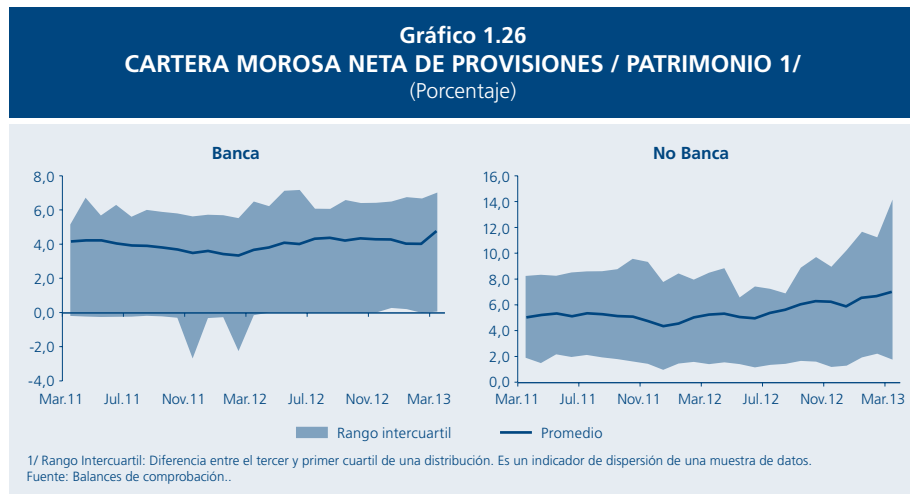
Cuadro 1.23 INDICADORES DE RIESGO DE CRÉDITO (Porcentaje)				
		Banca	No Banca	Sistema
Cartera morosa neta de provisiones específicas / Patrimonio 1/	Mar.11	4,2	5,0	3,8
	Mar.12	3,6	5,2	3,5
	Set.12	4,2	6,1	4,1
	Dic.12	4,3	5,9	4,1
	Mar.13	4,8	7,1	4,8
Cartera pesada / Colocaciones brutas 2/	Mar.11	1,6	4,7	2,0
	Mar.12	1,6	4,8	2,0
	Set.12	1,7	5,3	2,2
	Dic.12	1,8	4,9	2,1
	Mar.13	2,0	5,7	2,4
Cartera morosa / Colocaciones brutas	Mar.11	2,7	6,4	3,2
	Mar.12	2,6	6,3	3,1
	Set.12	2,7	6,8	3,3
	Dic.12	2,8	6,5	3,3
	Mar.13	2,9	7,2	3,5
Provisiones específicas / Cartera morosa	Mar.11	76,9	85,7	80,0
	Mar.12	79,3	84,9	81,6
	Set.12	76,3	83,6	79,0
	Dic.12	75,9	83,1	78,5
	Mar.13	75,9	81,9	78,1

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.

42. **El ratio de exposición patrimonial al riesgo de crédito (cartera morosa neta de provisiones específicas / patrimonio) mostró un incremento moderado tanto en la banca como en las entidades no bancarias.** Los bancos incrementaron el ratio en 0,6 puntos porcentuales en los últimos seis meses, mientras que las no bancarias en 1,0 puntos porcentuales. Entre estas últimas, destacó el aumento en las Cajas Rurales (2,3 puntos porcentuales) y en las Financieras (1,8 puntos porcentuales).

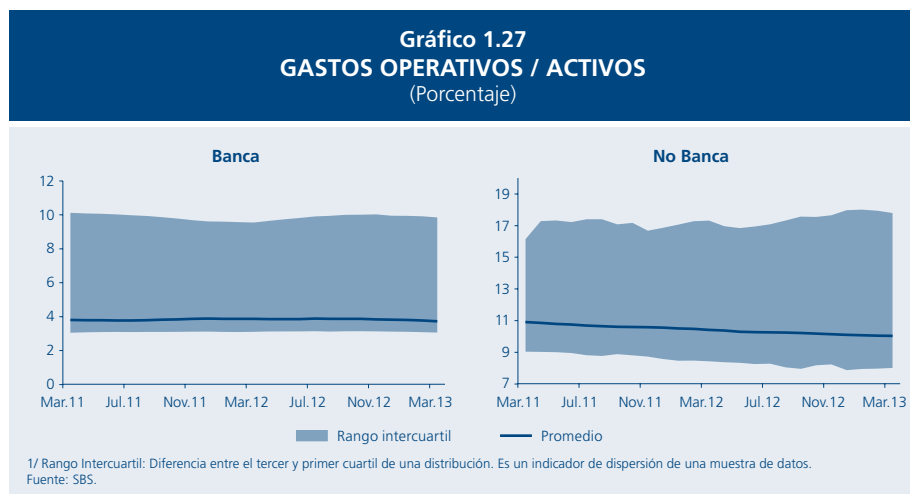
39 Definido como el ratio de cartera morosa neta de provisiones específicas sobre patrimonio.





Eficiencia en la Gestión

43. **El ratio de gastos operativos sobre activos (gastos operativos anuales / activos promedio) mostró una ligera disminución durante el último semestre, tanto en la banca como en las entidades no bancarias.** La banca mostró una disminución (de 4,0% a 3,9%), al igual que las entidades no bancarias (de 10,2% a 10,1%). El elevado nivel del ratio en las entidades no bancarias responde a los segmentos en que operan (consumo y MYPE) que origina un elevado número de deudores, gran parte de los cuales tiene poco historial crediticio, por lo que la administración del riesgo de crédito ocasiona mayores gastos operativos.



Cuadro 1.24
GASTOS OPERATIVOS / ACTIVOS
(Porcentaje)

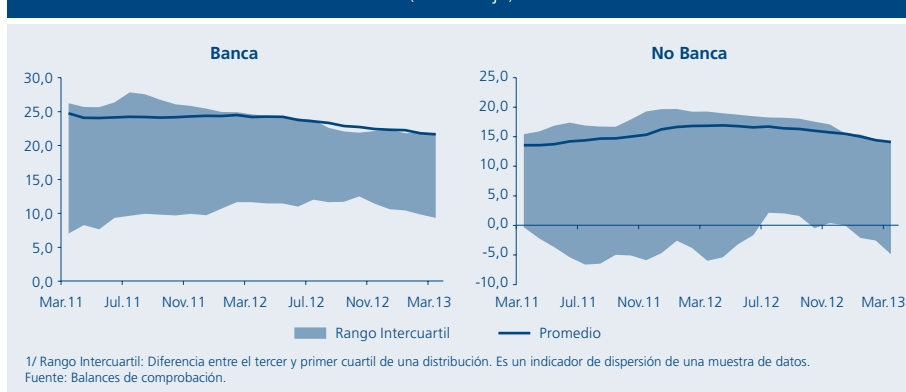
	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Mar.13
Total Sistema	4,6	4,6	4,6	4,5	4,5
Banca	3,9	4,0	4,0	3,9	3,9
No Bancaria	10,9	10,4	10,2	10,1	10,1
Financieras	14,2	12,4	11,8	11,7	11,6
Cajas Municipales	8,7	8,5	8,5	8,5	8,4
Cajas Rurales	10,6	10,0	10,3	9,3	9,1
Edpymes	15,3	17,2	16,9	17,7	18,3
Banco de la Nación	4,0	4,0	3,8	3,6	3,6

Fuente: Balances de comprobación.

Rentabilidad

44. **En los últimos seis meses, la rentabilidad sobre el patrimonio, medida a través del ROE (utilidad neta anual / patrimonio promedio), se redujo tanto en la banca como en las entidades no bancarias.** El ROE de la banca pasó de 22,9% a 21,7%, y el de las no bancarias se redujo, en promedio, de 16,3% a 14,1%.

Gráfico 1.28
ROE: UTILIDAD NETA / PATRIMONIO 1/
(Porcentaje)



Cuadro 1.25
RENTABILIDAD ROE: UTILIDAD NETA / PATRIMONIO
(Porcentaje)

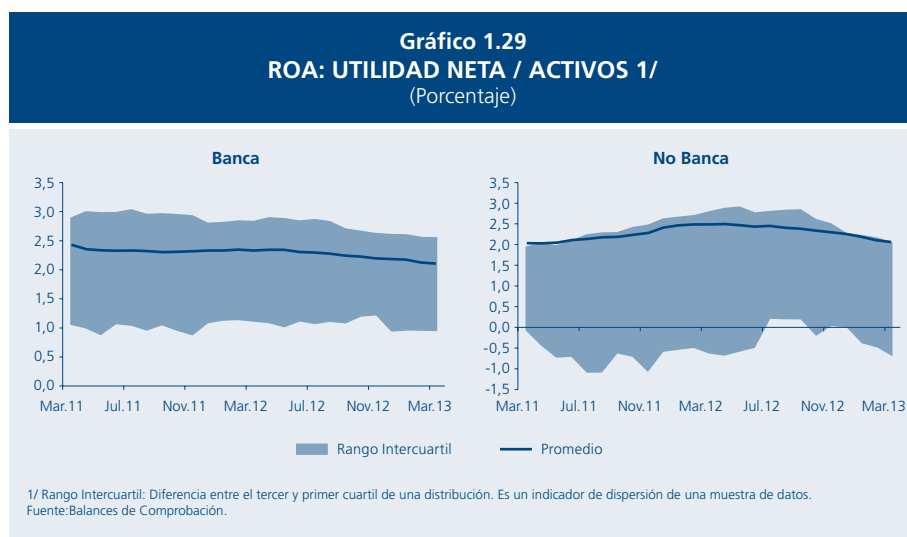
	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Feb.13
Total Sistema	23,5	23,8	22,9	22,3	21,3
Banca	24,7	24,2	22,9	22,3	21,7
No Bancaria	13,6	16,8	16,3	15,5	14,1
Financieras	20,1	20,5	21,7	21,9	20,3
Cajas Municipales	13,5	18,2	16,3	14,6	13,3
Cajas Rurales	3,3	9,9	8,5	6,7	4,4
Edpymes	4,0	3,2	4,5	5,3	5,3
Banco de la Nación	28,2	33,4	36,3	35,6	31,3

Fuente: Balances de comprobación.





45. **La rentabilidad sobre el activo, medida a través del ROA (utilidad neta anual / activos promedio), de la banca y de las entidades no bancarias mostró una evolución similar a la del ROE en los últimos seis meses.** El ROA de la banca pasó de 2,2% a 2,1%, y el de las entidades no bancarias, de 2,4% a 2,0%. El gráfico muestra que algunas entidades no bancarias que se habían recuperado el semestre pasado, redujeron nuevamente su rentabilidad.

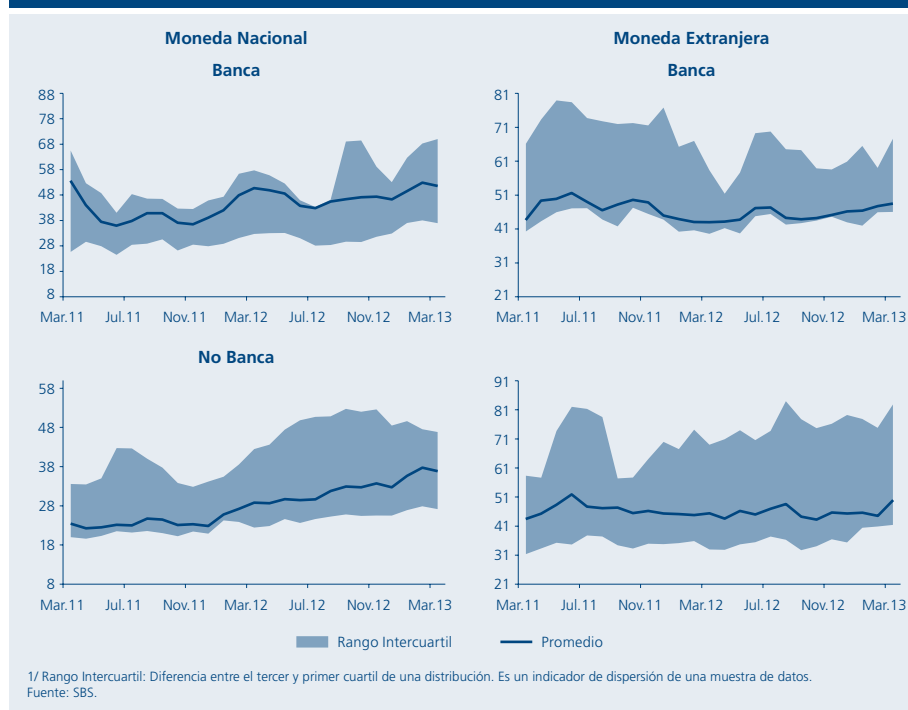


En el caso de la banca, la disminución del ROA se explica por el aumento de sus gastos en provisiones, el menor margen financiero y los menores ingresos netos por servicios financieros, como proporción del activo; mientras que en las no bancarias, por la disminución del margen financiero y la menor generación de ingresos netos por servicios financieros (ambos en términos de activos).

Liquidez

46. **La liquidez en moneda nacional y en moneda extranjera creció 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 medidas prudenciales por parte del instituto emisor influyeron en la composición de la liquidez por moneda. Así, el incremento de los activos líquidos estuvieron acorde con el incremento en los requerimientos de encaje.

Gráfico 1.30
ACTIVOS LÍQUIDOS / PASIVOS DE CORTO PLAZO 1/
 (Porcentaje)



Cuadro 1.26
ACTIVOS LÍQUIDOS / PASIVOS DE CORTO PLAZO
 (Porcentaje)

En Moneda Nacional					
	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Feb.13
Total Sistema*	49,4	47,3	44,3	44,2	49,4
Banca	53,5	50,7	46,4	46,3	51,5
No Bancaria	23,5	28,8	32,9	32,7	36,8
Financieras	17,2	28,0	32,0	30,4	34,5
Cajas Municipales	26,7	29,2	32,8	33,1	37,5
Cajas Rurales	25,5	29,3	36,3	38,7	41,0
Edpymes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Banco de la Nación	84,0	86,4	86,2	85,4	88,3
En Moneda Extranjera					
	Mar.11	Mar.12	Set.12	Dic.12	Feb.13
Total Sistema*	43,7	43,2	44,0	46,2	48,5
Banca	43,7	43,1	44,0	46,2	48,5
No Bancaria	43,5	45,5	44,4	45,4	49,9
Financieras	33,6	42,1	38,0	39,5	40,3
Cajas Municipales	46,6	45,1	45,5	46,8	51,2
Cajas Rurales	46,0	58,6	56,0	53,0	66,5
Edpymes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Banco de la Nación	120,5	96,8	93,2	111,9	150,6

* No incluye Banco de la Nación.
 Fuente: SBS.





II. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DIRECTA

II.1 Oferta Primaria

47. **En 2012 y en el primer trimestre de 2013, las entidades financieras y las empresas corporativas no financieras han aumentado sus emisiones de instrumentos financieros en el mercado de capitales local e internacional.**

Si bien los montos emitidos en el mercado de capitales local se han incrementado en 2011 (17%) y 2012 (15%), el monto emitido total, el número de emisiones de instrumentos de deuda y el número de emisores se ubican por debajo de los máximos alcanzados en el 2007. En particular, el monto total emitido en el año 2012 (S/. 4 673 millones) es inferior al récord alcanzado en el año 2007 (S/. 5 199 millones).

**Cuadro 2.1
EMISIONES LOCALES DE INSTRUMENTOS DE DEUDA
POR PARTE DEL SECTOR PRIVADO**

Año	Monto emitido (S/. Millones)	Variación porcentual 1/	Número de emisiones	Número de emisores
2006	5 120		176	41
2007	5 199	2%	175	56
2008	4 050	-22%	118	39
2009	5 117	26%	135	37
2010	3 487	-32%	95	39
2011	4 074	17%	100	31
2012	4 673	15%	87	31
1T 2013	1 092	45%	24	14

1/ La variación porcentual se mide respecto al año anterior. En el caso del IT 2013 se mide respecto al IT 2012.
Fuente: SMV - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

Entre setiembre de 2012 y marzo de 2013, destacaron las emisiones locales del:

- Banco de Crédito que colocó bonos corporativos por un total de S/. 200 millones a plazos de 10 años, y certificados de depósito negociables por un total de S/. 300 millones a plazos de 90, 120 y 180 días,
- H₂Olmos que colocó bonos corporativos por S/. 252,8 en soles VAC⁴⁰ a un plazo de 20 años y S/. 77,4 millones en soles nominales a un plazo de 6 años,
- Red de Energía del Perú que colocó bonos corporativos por un total de S/. 181,4 millones a 10 años y por US\$ 50 millones a 5 y 18,5 años y papeles comerciales por US\$ 15 millones a 360 días,
- Crediscotia Financiera que colocó bonos corporativos por S/. 50 millones a 4 años y certificados de depósito negociables por S/. 120,6 millones a 360 días,

40 Valor de actualización constante.

- v. Luz del Sur que colocó bonos corporativos por un total de S/. 154,7 millones a plazos de 8 y 10 años,
- vi. Interbank que colocó bonos subordinados por S/. 150 millones a un plazo de 10 años,
- vii. Unión Andina de Cementos que colocó bonos corporativos por un total de S/. 120 millones a 7 y 10 años, entre otros.

48. **En el último semestre, se observa que el crecimiento del monto emitido en el mercado de capitales local vino acompañado con el ingreso de nuevos emisores.**

Así, se contabilizaron cuatro nuevos emisores: H₂Olmos, que emitió bonos corporativos; San Fernando y Andino Investment Holding, que colocaron papeles comerciales; y la CMAC Huancayo, que emitió certificados de depósitos negociables.

Cabe indicar que en la última década, 61 empresas han ingresado como nuevos emisores de instrumentos de deuda en el mercado de capitales local. Los años que registraron una mayor cantidad de nuevos emisores fueron 2005 y 2010 (10 emisores), 2006 (9 emisores) y 2007 (8 emisores).

Cuadro 2.2 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 5. Citibank del Perú 6. Municipalidad de Lima Metropolitana 7. Tiendas EFE 8. Leasing Total 9. Concesionaria Transvase Olmos*	1. Cementos Andino 2. Titulizadora Peruana 3. HSBC Bank Perú 4. Rash Perú 5. Inmuebles Comerciales 6. Pluspetrol Lote 56 7. CMAC Arequipa 8. Montana S.A. 9. Financiera TFC S.A. 10. CrediScotia Financiera
2003		
1. Red de Energía del Perú 2. Electroandes 3. Duke Energy International - Egenor		
2004		
1. Aguaytía Energy Group 2. Creditex 3. Transportadora de Gas del Perú 4. Pluspetrol Norte 5. Compañía Minera Atacocha 6. Supermercados Peruanos	2007	2011
	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*	1. C.C. Mall Aventura Plaza Trujillo 2. Financiera Efectiva 3. Pacífico Seguros 4. Hipermercados Tottus
2005		2012
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	2008	1. Banco de Comercio 2. CMAC Sullana 3. H 2 Olmos 4. San Fernando
	1. Corporación Lindley	
	2009	2013
	1. Kallpa Generación 2. Perú LNG	1. Andino Investment Holding 2. CMAC Huancayo

* Emitidos bajo oferta privada.
Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).





49. **Un hecho resaltante, observado en los últimos tres años, es que un mayor número de entidades financieras vienen utilizando el mercado de capitales local como una fuente de fondeo adicional.**

Asimismo, conforme las entidades financieras tienen más tiempo en el mercado de capitales, van sofisticando sus emisiones y ampliando el plazo de vencimiento de las mismas. Inicialmente, emiten certificados de depósito negociables que tienen un plazo máximo de 365 días; luego bonos corporativos a plazos entre 3 y 7 años; y, posteriormente, bonos subordinados a plazos de 10 ó 15 años.

Así, CMAC Arequipa, Financiera Efectiva, CMAC Sullana y CMAC Huancayo han ingresado en los últimos años al mercado de capitales y vienen emitiendo certificados de depósitos negociables. Por su parte, Banco Falabella y Banco Ripley han pasado de emitir certificados de depósitos negociables a emitir bonos corporativos. De igual modo, Crediscotia Financiera y Financiera Edyficar han pasado de emitir certificados de depósitos negociables a colocar bonos corporativos y posteriormente, bonos subordinados. Finalmente, el Banco de Comercio ingresó al mercado de capitales colocando bonos subordinados.

Las emisiones en el mercado de capitales han permitido a estas entidades financieras diversificar más sus fuentes de fondeo y reducir sus gastos financieros, lo que se ha traducido en una reducción de las tasas de interés pasivas con las que remuneran sus obligaciones con el público.

De otro lado, los cuatro bancos que tradicionalmente han estado entre los mayores emisores del mercado de capitales local (Banco de Crédito, BBVA Continental, Scotiabank Perú e Interbank) vienen realizando, cada vez en mayor medida, sus emisiones de bonos corporativos y subordinados en el mercado internacional.

50. **En los últimos seis meses, las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño han mostrado mayor preferencia por realizar emisiones de bonos (*senior notes*) en el mercado internacional⁴¹.**

Las entidades financieras y las empresas corporativas no financieras vienen aprovechando el entorno de amplia liquidez global y de reducidos rendimientos de los principales activos globales de renta fija (por ejemplo, de los *US Treasuries*) para emitir bonos corporativos, y en algunos casos, como el de Scotiabank Perú, bonos subordinados.

Las emisiones internacionales de las empresas corporativas no financieras han servido tanto para la sustitución de pasivos (reperfilamiento de la deuda financiera, alargando los plazos de maduración) como para financiar los proyectos de inversión en cartera de las empresas para los próximos años.

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

La emisión de US\$ 150 millones de Ajecorp se utilizará para financiar los requerimientos de gastos de capital de los próximos 12 meses estimados en US\$ 100 millones, para pagar anticipadamente obligaciones financieras de sus subsidiarias en América Latina por US\$ 30 millones y el resto para gastos corporativos generales. Esta emisión es una reapertura del bono con vencimiento en el año 2022 que Ajecorp emitió inicialmente en mayo de 2012 por US\$ 300 millones.

Copeinca utilizará los US\$ 75 millones de su emisión para pagar deudas de arrendamiento financiero, gastos de capital y gastos corporativos generales. Esta emisión es una reapertura del bono con vencimiento en 2017 que Copeinca emitió inicialmente en febrero de 2010 por US\$ 175 millones.

Cuadro 2.3
COLOCACIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN EL EXTRANJERO
(Setiembre 2012 - Marzo 2013)

Emisor	Tipo	Fecha Colocación	Monto emitido (Mill. de US\$)	Plazo	Tasa	Calificación
Southern Copper Corporation	Senior Notes	8-nov-12	300	10 años	3,50%	BBB
Southern Copper Corporation	Senior Notes	8-nov-12	1 200	30 años	5,25%	BBB
Ajecorp	Senior Notes	14-nov-12	150	9 años	6,50%	BB+
COFIDE	Senior Notes	27-nov-12	100	10 años	3,32%	BBB
Scotiabank Perú	Subordinated Notes	6-dic-12	400	15 años	4,5% fija hasta el 13 Dic. 2022, Libor 3M+3,856%	BBB+
Copeinca ASA	Senior Notes	11-ene-13	75	4 años	9,00%	B+
BBVA Banco Continental	Senior Notes	22-ene-13	300	3,5 años	2,31%	BBB / BBB+
Fondo MiVivienda	Senior Notes	24-ene-13	500	10 años	3,50%	BBB
Exalmar	Senior Notes	25-ene-13	200	7 años	7,50%	B2 / B+
Cementos Pacasmayo	Senior Notes	1-feb-13	300	10 años	4,63%	BB+ / BBB-
Alicorp	Senior Notes	15-mar-13	450	10 años	3,88%	BBB / Baa2
Cálidda - Gas Natural de Lima y Callao	Senior Notes	21-mar-13	320	10 años	4,38%	BBB- / Baa3
Milpo	Senior Notes	21-mar-13	350	10 años	4,63%	BBB- / BBB
Banco de Crédito	Senior Notes	25-mar-13	716	10 años	4,25%	BBB+ / Baa2
Total			5 361			

Fuente: SMV, emisiones y Bloomberg.

Exalmar recaudó fondos por US\$ 200 millones que servirán para cancelar un crédito sindicado internacional de US\$ 140 millones, así como para inversiones que permitan crecer a la empresa.





Alicorp destinará los fondos recaudados por US\$ 450 millones para financiar futuras inversiones en activo fijo y sustituir diversas obligaciones de corto plazo producto de sus últimas adquisiciones como Industrias Teal por S/. 414 millones y la empresa brasilera Pastificio Santa Amalia por US\$ 96 millones.

Cementos Pacasmayo empleará el financiamiento obtenido de US\$ 300 millones para prepagar un crédito bancario y a financiar la nueva planta cementera de Piura. Cabe recordar que en febrero de 2012, Cementos Pacasmayo amplió su capital a través de una emisión de US\$ 230 millones en *American Depositary Shares* (ADS)⁴² en el *New York Stock Exchange* para ampliar las plantas cementeras existentes en Pacasmayo y Rioja, desarrollar una planta en Piura y en los proyectos de roca fosfórica y salmuera.

Cálidda - Gas Natural de Lima y Callao anunció que los recursos obtenidos por US\$ 320 millones permitirán mejorar el perfil de la deuda de la compañía y financiar su plan de expansión entre 2013 y 2014.

Milpo emitió bonos por US\$ 350 millones con el objetivo de reperfilar su deuda financiera y financiar su presupuesto de inversiones presupuestadas para los años 2013 y 2014. En abril de 2013, Milpo pagó anticipadamente sus obligaciones financieras de mediano plazo que mantenía vigentes con parte de los fondos recaudados.

II.2 Demanda de Valores

51. **El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales fue de S/. 138 611 millones a marzo de 2013, cifra superior en S/. 10 452 millones respecto a setiembre de 2012.** Del total de dicho portafolio, los recursos administrados por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) representan el 72%; las compañías de seguros, el 15%; y los fondos mutuos, el 13%.

Cuadro 2.4 PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES (Millones de S/.)								
	Dic.11	Mar.12	Set.12	Mar.13	Var.		Estructura	
					Mar.13/Mar.12	Mar.13/Set.12	Set.12	Mar.13
AFP	81 881	90 166	93 275	100 347	10 181	7 072	73%	72%
Fondos Mutuos	13 555	14 246	16 128	17 938	3 692	1 810	13%	13%
Compañías de Seguros	17 396	17 854	18 756	20 326	2 472	1 570	15%	15%
Total	112 833	122 266	128 158	138 611	16 345	10 452	100%	100%

Fuente: SMV y SBS.

42. 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.

52. **La cartera administrada por las AFP alcanzó los S/. 100 347 millones a marzo de 2013, el mayor valor reportado por el sistema.** La composición de esta cartera ha cambiado durante 2013, debido a la reciente elevación del límite de inversiones en el exterior de las AFP, de 30% a 36% del total de los fondos. Así, esta cartera aumentó su participación en inversiones en el exterior y la redujo en otros instrumentos locales como bonos del gobierno⁴³ y títulos de renta variable.

Las inversiones en renta variable local abarcan principalmente los sectores financiero, minero, eléctrico, cementero y de alimentos y bebidas. En términos de títulos individuales, los recursos administrados por las AFP se invierten en acciones de: *Credicorp*, *BBVA Continental*, *Volcán Compañía Minera*, *Compañía de Minas Buenaventura*, *Alicorp*, *Graña y Montero*, *Interbank*, *Enersur*, *Unión Andina de Cementos*, *Cementos Pacasmayo*, entre otras empresas.

Cuadro 2.5
COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO
(Millones de S/.)

	Dic.11	Mar.12	Set.12	Mar.13	Var.		Estructura	
					Mar.13/Mar.12	Mar.13/Set.12	Set.12	Mar.13
Bonos del gobierno	13 029	13 122	13 773	13 107	-16	-666	15%	13%
Certificados de Depósito del BCRP	886	1 313	2 134	2 752	1 439	618	2%	3%
Depósitos en el sistema financiero	3 656	3 962	5 280	5 303	1 341	23	6%	5%
Renta fija sector privado	11 676	12 087	13 317	14 066	1 979	749	14%	14%
Títulos de renta variable 1/	22 175	26 187	24 204	24 925	-1 262	721	26%	25%
Sociedades Titulizadoras	3 763	4 574	5 143	4 862	288	-281	6%	5%
Fondos de inversión y mutuos	3 000	3 334	3 211	3 598	264	387	3%	4%
Operaciones en tránsito	260	337	372	70	-267	-302	0%	0%
Inversiones en el exterior	23 437	25 250	25 840	31 664	6 414	5 824	28%	32%
Total	81 881	90 166	93 275	100 347	10 181	7 072	100%	100%

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

Cabe indicar que, a marzo de 2013, las inversiones en el exterior de las AFP tienen margen para incrementar su participación, pues aún se ubican en un nivel inferior al límite operativo permitido (36% del fondo de pensiones). Estas inversiones se concentran en: cuotas de participación en fondos mutuos (S/. 19 192 millones); títulos de renta variable (S/. 3 800 millones); bonos emitidos por empresas financieras y no financieras (S/. 5 121 millones); certificados y depósitos a plazo de empresas financieras (S/. 591 millones); y títulos de deuda de gobiernos (S/. 2 960 millones).

53. **El portafolio de inversión de los fondos mutuos alcanzó, en marzo de 2013, un nivel de S/. 17 938 millones.** Este nivel, superior en S/. 1 810 millones al registrado en setiembre de 2012, corresponde principalmente al incremento de los depósitos en el sistema financiero (S/. 940 millones) y de las tenencias de títulos de renta fija del sector privado (S/. 875 millones). El número de partícipes fue de 331 mil a marzo de 2013, cifra mayor en 31 mil respecto a setiembre de 2012.

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





Cuadro 2.6
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS
(Millones de S/.)

Composición de las inversiones	Dic.11	Mar.12	Set.12	Mar.13	Var.		Estructura	
					Mar.13/Mar.12	Mar.13/Set.12	Set.12	Mar.13
Depósitos	6 903	6 864	9 471	10 410	3 546	940	59%	58%
Renta fija	5 601	6 148	5 637	6 512	364	875	35%	36%
Renta variable	1 051	1 233	1 020	1 016	-218	-5	6%	6%
Total	13 555	14 246	16 128	17 938	3 692	1 810	100%	100%
Número de partícipes (en miles)	263	268	300	331	63	31		

Fuente: SMV - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

La amplia liquidez que disponen los fondos mutuos se refleja en el alto nivel de depósitos que poseen en el sistema financiero (58% del portafolio de inversión). El elevado nivel de liquidez de estos inversionistas institucionales indica que éstos no encuentran instrumentos de deuda suficientes en el mercado.

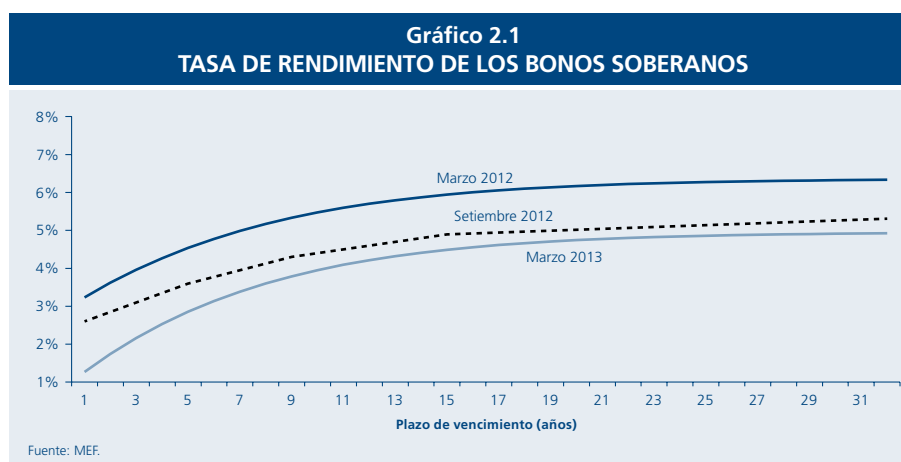
54. **El portafolio de inversión de las compañías de seguros continuó su tendencia creciente, alcanzando un nivel de S/. 20 326 millones a marzo de 2013.** Este portafolio se descompone en un 82% en inversiones en instrumentos de deuda y capital con un plazo de maduración superior a un año, en un 8% en inversiones financieras a un plazo menor a un año, en un 8% caja y bancos, y un 3% inversiones en inmuebles.

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

II.3 Mercados Secundarios

55. **Las tasas de rendimiento de los bonos soberanos disminuyeron entre 38 y 134 puntos básicos a lo largo de toda la curva para el período comprendido entre setiembre 2012 y marzo 2013, observándose un incremento en la pendiente de dicha curva.** Asimismo, las tasas de rendimiento para un plazo de vencimiento menor a los 13 años se ubican por debajo de la tasa de referencia del BCRP de 4,25%, dada la alta demanda de los inversionistas no residentes por activos en nuevos soles y su limitado acceso a otros instrumentos en el mercado financiero local.

Los inversionistas no residentes mostraron un mayor interés en adquirir deuda soberana peruana debido a los sólidos fundamentos macroeconómicos, a las mayores tasas de estos activos respecto a las internacionales y a la expectativa de apreciación del Nuevo Sol.



Los inversionistas no residentes venden sus dólares en el mercado *spot* para obtener nuevos soles que usan para adquirir bonos soberanos. El rendimiento que exigen por estos títulos está vinculado a las tasas implícitas de los *non delivery forwards* y la curva de los *cross currency swap*. Además, recompran los dólares en el mercado de derivados con lo que financian implícitamente la compra de bonos soberanos a tasas menores que la tasa de referencia del BCRP. Por este motivo, los rendimientos de los bonos soberanos menores a 13 años se encuentran por debajo de 4,25% (Ver Recuadro 6).

Cabe señalar que el saldo de la deuda pública peruana como porcentaje del PBI se ubicó en 19,8% a finales de 2012 y se espera que dicho saldo se ubique en 18,2% a finales de 2013⁴⁴. Este nivel es inferior a los que muestran países desarrollados con mejores calificaciones de riesgo, cuyos ratio deuda / PBI alcanzan niveles por encima del umbral de 60% y, en algunos casos, por encima del 100%.

56. **Los principales tenedores de bonos soberanos son los no residentes, los cuales siguen ganando participación, seguidos por las AFP.** A marzo de 2013, las tenencias de los no residentes ascendieron a S/. 19 320 millones (57% del total) mientras que las tenencias de las AFP se ubicaron en S/. 9 267 millones (27% del total).

44 Ver Reporte de Inflación de marzo de 2013, página 74.



**Cuadro 2.7
TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS**

	Set.11		Mar.12		Set.12		Mar.13	
	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.
AFP	9 977	35%	9 855	32%	9 781	31%	9 267	27%
No Residentes	12 911	45%	15 470	51%	17 062	54%	19 320	57%
Bancos	3 097	11%	2 593	8%	1 934	6%	1 801	5%
Seguros	1 065	4%	1 182	4%	1 299	4%	1 592	5%
Otros 1/	1 415	5%	1 515	5%	1 374	4%	1 754	5%
Total	28 464	100%	30 615	100%	31 451	100%	33 735	100%

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

57. **Es importante señalar que la mayor demanda por deuda soberana peruana de los inversionistas no residentes se ha visto favorecida por el contexto actual de elevada liquidez en los mercados internacionales.**

La política monetaria expansiva implementada por los países desarrollados como Estados Unidos o Japón ha generado un clima de elevada liquidez en los mercados internacionales que se traduce en escasas opciones de inversión en renta fija con rendimientos atractivos. Ello, sumado a los mayores niveles de crecimiento de las economías emergentes comparado a las economías desarrolladas, ha generado un significativo ingreso de capitales a los países emergentes. En el caso peruano, la entrada de capitales del exterior tuvo como destino la adquisición de activos en moneda nacional, principalmente bonos soberanos, como resultado de las mayores tasas de interés locales respecto a las internacionales, y de una eventual apreciación del nuevo sol (operaciones de *carry trade*⁴⁵).

Cabe indicar que un retiro de fondos de los inversionistas no residentes, provocada por una reversión de las expectativas positivas sobre economías emergentes o por algunos problemas financieros en la Zona del Euro, podría disminuir el precio de los bonos soberanos. Debido a que el mercado de deuda pública es aún relativamente pequeño, poco líquido y profundo, el efecto de este tipo de eventos sobre el mercado de capitales domésticos puede ser significativo. Tomando en consideración las características de nuestro mercado, sería 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 la incorporación de los fondos mutuos, sociedades agentes de bolsa e inversionistas individuales.

58. **A marzo de 2013, los índices bursátiles de los mercados desarrollados acumulan ganancias, mientras que en América Latina, por el contrario, los principales mercados bursátiles han mostrado pérdidas debido a la corrección del precio de los *commodities*.**

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.

Los mercados bursátiles de los países desarrollados (Estados Unidos, Europa y Japón) se han beneficiado del contexto de abundante liquidez internacional que llevó a una reducción de la percepción del riesgo y una mayor preferencia por activos riesgosos como la renta variable. Sin embargo, se observó un retroceso en los mercados bursátiles de América Latina debido al alto grado de exposición al precio de los *commodities*, los cuales se redujeron producto de temores sobre una desaceleración económica de China.

Cuadro 2.8
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES

Región	Índice	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Var. %		
						2011	2012	2013 1/
América								
EE.UU.	Dow Jones	11 578	12 218	13 104	14 579	5,5	7,3	11,3
EE.UU.	S&P 500	1 258	1 258	1 426	1 569	0,0	13,4	10,0
Brasil	Bovespa	69 305	56 754	60 952	56 352	-18,1	7,4	-7,5
Chile	IGPA	22 979	20 130	21 070	21 698	-12,4	4,7	3,0
Colombia	IGBC	15 497	12 666	14 716	14 135	-18,3	16,2	-3,9
Perú	IGBVL	23 375	19 473	20 629	19 859	-16,7	5,9	-3,7
Perú	ISBVL	32 050	27 335	31 001	30 607	-14,7	13,4	-1,3
Europa								
Alemania	DAX	6 914	5 898	7 612	7 795	-14,7	29,1	2,4
Reino Unido	FTSE 100	5 900	5 572	5 898	6 412	-5,6	5,8	8,7
Asia								
Japón	Nikkei 225	10 229	8 455	10 395	12 398	-17,3	22,9	19,3
Corea	Seul Composite	2 051	1 826	1 997	2 005	-11,0	9,4	0,4
China	Shangai Composite	2 808	2 199	2 269	2 237	-21,7	3,2	-1,4

1/ Al 31 de marzo.
Fuente: Bloomberg.

II.4 Políticas para el Desarrollo del Mercado de Capitales

59. **El desarrollo futuro del mercado de capitales peruano debe centrarse en fomentar la participación y facilitar las emisiones de valores de las grandes empresas⁴⁶ y de las empresas corporativas que no acceden a financiamiento del exterior.**

La globalización ha permitido una mayor integración de los mercados financieros y de capitales. Las empresas latinoamericanas han venido incrementando sus emisiones de instrumentos de deuda en los mercados internacionales, aprovechando la mayor demanda de los inversionistas por activos emergentes registrada en los últimos años.

60. **En el caso de Perú, el acceso al financiamiento para las empresas corporativas en los mercados de capitales internacionales se ha visto facilitado por la**

46 La SBS, según Resolución SBS N° 11356 – 2008, las define como aquellas que tienen ventas anuales entre S/. 20 millones y S/. 200 millones. Cabe indicar que la clasificación de la SBS considera el nivel de ventas para las empresas corporativas y las grandes empresas, y el nivel de endeudamiento del deudor con el sistema financiero para las medianas, pequeñas y microempresas.





obtención del grado de inversión y por el buen desempeño macroeconómico. Las emisiones internacionales de empresas peruanas (entidades financieras más empresas corporativas) han registrado un importante incremento en 2012.

Cuadro 2.9									
SALDO DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES									
(Miles de millones de US\$)									
País	Total saldo de emisiones (1)+(2)			(1) Entidades financieras			(2) Empresas corporativas no financieras 1/		
	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Dic.10	Dic.11	Dic.12
Argentina	8,3	8,9	7,8	3,3	3,3	2,8	5,0	5,6	5,0
Brasil	66,0	85,8	98,9	41,4	54,2	59,0	24,6	31,6	39,9
Chile	18,9	22,7	28,5	5,4	5,8	8,5	13,5	16,9	20,0
Colombia	4,5	7,9	12,3	1,0	3,4	5,4	3,5	4,5	6,9
México	47,6	65,7	89,0	9,5	11,4	15,8	38,1	54,3	73,2
Perú	5,9	7,4	12,4	4,6	5,4	8,2	1,3	2,0	4,2
Venezuela	17,9	23,3	23,1	1,3	1,3	1,1	16,6	22,0	22,0

1/ Incluye empresas estatales como PDVSA.
Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS).

Las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño realizan emisiones en el exterior debido a que pueden acceder a financiamiento por montos superiores a los que obtendrían en el mercado local. Además, la mayor cantidad y diversidad de inversionistas que adquieren los instrumentos emitidos es otra de las ventajas para preferir financiarse en el exterior.

61. **Si bien las emisiones de deuda en el mercado internacional pueden incluir un tramo local, un número significativo de empresas ha sustituido íntegramente la necesidad de financiarse en el mercado de capitales local.** Así, se ha observado que empresas como Ajecorp, Copeinca, Coazucar, Gas Natural Lima y Callao - Cálidda, Fondo MiVivienda, Terminales Portuarios Euroandinos y CFG Investments han emitido directamente en el mercado internacional sin que la emisión contenga un tramo local y sin haber emitido previamente (en meses o años anteriores) un instrumento de deuda en el mercado de capitales local.

Este hecho sugiere que el desarrollo del mercado de capitales local debería orientarse hacia el segmento de mercado conformado por las grandes empresas y las empresas corporativas que no acceden a financiamiento del exterior. Por ello, sería importante eliminar las trabas en la estructura y la normativa actual del mercado de capitales que impiden el desarrollo de este segmento de mercado. Al respecto, destaca la reciente aprobación por el Congreso de la República, en sesión del 6 de junio, de la Ley de Promoción del Mercado de Valores y de la Ley de Operaciones de Reporte.

62. **La Ley de Promoción del Mercado de Valores modifica la Ley del Mercado de Valores, la Ley Orgánica de la Superintendencia del Mercado de Valores, la Ley General de Sociedades, la Ley del Impuesto a la Renta, para implementar un conjunto de medidas con el fin de mejorar el funcionamiento del mercado de capitales y la labor de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).**

Cuadro 2.10 ASPECTOS CENTRALES DE LA LEY DE PROMOCIÓN DEL MERCADO DE VALORES	
Objetivo	Medidas
Régimen especial para las ofertas públicas dirigidas a inversionistas institucionales	<ul style="list-style-type: none"> - Menores requisitos para la inscripción y formulación de la oferta. - Requisitos de información más flexibles durante y después de la oferta. - Plazos expeditivos (inscripción del programa en un plazo no mayor a 7 días hábiles). - La información que el emisor presente a la SMV no será de acceso público, solo disponible a los inversionistas institucionales que la soliciten.
Acceso de nuevos emisores	<ul style="list-style-type: none"> - Faculta a la SMV a establecer menores requisitos para nuevos emisores preferentemente pequeñas y medianas empresas.
Requerimientos prudenciales para entidades supervisadas	<ul style="list-style-type: none"> - Todas las personas jurídicas autorizadas por la SMV deben implementar un sistema de administración integral de riesgos. - Para las Sociedades Agentes de Bolsa, se establece: <ul style="list-style-type: none"> a) Incremento de capital mínimo de S/. 750 mil a S/. 1 millón. b) Requisito de aporte inicial al Fondo de Garantía y al Fondo de Liquidación.
Protección al inversionista minoritario y gobierno corporativo	<ul style="list-style-type: none"> - Solo sujetos autorizados o supervisados por la SMV o SBS podrán ofrecer públicamente activos y servicios financieros. - Obligación de que los dividendos, acciones liberadas y certificados de suscripción preferente que provengan de valores representados por anotación en cuenta sean entregados a través de CAVALI y por anotación en cuenta. - Se incorpora en el Código Penal la falsedad de información económico-financiera, contable, o societaria presentada por un emisor en el mercado de valores.
Fortalecimiento de la labor supervisora y fiscalizadora de la SMV	<ul style="list-style-type: none"> - Se refuerzan las atribuciones del SMV respecto a la intervención administrativa de locales donde se presume la realización de actividades exclusivas de las personas autorizadas por la SMV, sin contar con la mencionada autorización. - En relación a las sanciones, se eleva el tope de multa que la SMV puede imponer de 300 UIT a 700 UIT.
Tratamiento tributario de los instrumentos financieros	<ul style="list-style-type: none"> - Inafectación del IR a las Letras del Tesoro. - Inafectación del IGV a los intereses de los bonos emitidos por el sector privado bajo oferta pública o privada.

a) Régimen especial para las ofertas dirigidas a inversionistas institucionales

Se faculta a la SMV la posibilidad de aprobar un régimen excepcional para las ofertas públicas dirigidas a inversionistas institucionales donde se establecerán condiciones más flexibles para dichas ofertas. Así, la SMV dispondrá la inscripción del valor o programa en un plazo no mayor de 7 días hábiles y está facultada para exceptuar a estas ofertas del cumplimiento de cualquier obligación prevista en la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, y la Ley General de Sociedades.

La información presentada (antes y después de la oferta) no será de acceso público, por lo que el emisor estará obligado a remitir dicha información a los destinatarios de la oferta y a los potenciales inversionistas institucionales que la soliciten.





b) Acceso de nuevos emisores

Se busca promover el ingreso al mercado de valores de nuevas empresas. Para ello, faculta a la SMV a aprobar un régimen especial de oferta pública donde se puede establecer, al igual que en el punto anterior, condiciones más flexibles para el ingreso de grandes y medianas empresas.

c) Requerimientos prudenciales para entidades supervisadas

Las personas jurídicas autorizadas por la SMV⁴⁷ deberán establecer un sistema de administración integral de riesgos financieros en relación a sus operaciones. Este sistema deberá comprender un conjunto de objetivos, políticas, mecanismos, procedimientos, metodologías, normas internas y medidas diseñadas para identificar potenciales acontecimientos o eventos que impacten negativamente en las operaciones y servicios que realizan en el mercado de valores.

Asimismo, se eleva el capital mínimo a las Sociedades Agentes de Bolsa de S/. 750 mil a S/. 1 millón y el de las Sociedades Intermediarias de Valores de S/. 500 mil a S/. 670 mil. El plazo de adecuación es hasta el 31 de diciembre de 2013.

Finalmente, se agrega el requisito del aporte inicial al Fondo de Garantía y al Fondo de Liquidación para que las Sociedades Agentes de Bolsa puedan iniciar operaciones. El monto del aporte inicial lo establece la SMV mediante norma de carácter general, no es reembolsable y se sujeta a las condiciones que determine la SMV.

d) Protección al inversionista minoritario y gobierno corporativo

Se establece que solo sujetos autorizados o supervisados por la SMV o SBS podrán ofrecer públicamente activos y servicios financieros. Toda publicidad u ofrecimiento de compra, venta o suscripción de activos financieros empleando medios masivos de comunicación, solo podrá realizarse por sujetos autorizados o supervisados por la SMV o por la SBS.

Por otra parte, se busca facilitar el cobro de los beneficios a los accionistas. Así, se propone que la entrega de dividendos, redenciones, acciones liberadas o certificados de suscripción preferente provenientes de valores representados por anotación en cuenta sean realizados a través de CAVALI y por anotación en cuenta.

47 Sociedad Administradoras de Fondos Mutuos, Sociedades Agentes de Bolsa, Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, entre otras.

Además, se incorpora en el Código Penal la falsedad de información presentada por un emisor en el mercado de valores. Se sanciona al que ejerce funciones de administración o representación de un emisor con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores que deliberadamente falsea la información económico-financiera, contable, o societaria referida al emisor para obtener un beneficio propio o favor de un tercero.

63. La evolución propia de los mercados financieros y de capitales requiere que constantemente los hacedores de política estén discutiendo, evaluando y actualizando la normativa correspondiente, conforme se vayan identificando nuevos aspectos por mejorar.

Por ello, la Ley de Promoción del Mercado de Valores no debe ser visto como un evento aislado sino como parte de un proceso de reforma que se complementa con la Ley de las Operaciones de Reporte y con una mayor flexibilización de las inversiones de las AFP, por citar algunos ejemplos. Además, se continúa y consolida los avances conseguidos con otros dispositivos legales como: la Ley N° 29720 - "Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales"⁴⁸, la Ley N° 29782 - "Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores"⁴⁹ y el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores (MAV) aprobado por la SMV⁵⁰.

64. La Ley de las Operaciones de Reporte (Ley de Repos) brindará seguridad jurídica a estas operaciones, lo que conllevará a una mayor eficiencia del mercado de dinero.

Actualmente, se observa algunas limitantes para un óptimo desarrollo de las operaciones de reporte. Por ejemplo, estas operaciones no están adecuadamente protegidas por una norma con rango de ley, sino únicamente por normas con rango reglamentario, las que son establecidas por la SMV, SBS y el BCRP, para sus respectivos ámbitos de operaciones. Con ello, existe el riesgo que una autoridad

48 Esta ley abordó temas como los de: i) promoción de las emisiones de valores mobiliarios; ii) protección a inversionistas; iii) transparencia de información e información privilegiada; iv) mejorar y dar seguridad a la negociación de acciones en la BVL; v) titulización de activos; vi) empresas proveedoras de precios; y, vii) mercado de productos.

49 Esta ley mejoró el marco regulatorio y la supervisión del mercado de valores a través de la transformación de la Comisión Nacional Supervisora de Empresa y Valores (CONASEV) en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Esta ley busca agilizar la toma de decisiones de la agencia reguladora y supervisora del mercado de valores, además de dotarle de mayores facultades y de autonomía de gestión administrativa.

50 El MAV busca facilitar el acceso al mercado de valores a una mayor cantidad de empresas, aprobando un marco normativo más flexible de requisitos y obligaciones como: simplificación del proceso de emisión, menores costos exigidos y menores requisitos de información financiera.





judicial pueda interpretar una operación de reporte como un préstamo garantizado con colaterales, y aplicar el procedimiento regular en caso de incumplimiento. Así, en situaciones concursales, ello determinaría que los colaterales vuelvan al patrimonio del concursado y el que otorgó los recursos entre en un orden de prelación para cobrar.

Por ello, la Ley de Repos precisa que para cualquier operación de reporte, sea bajo el ámbito de regulación de la SMV, SBS y BCRP, existe una transferencia de propiedad del valor objeto de la operación. Por esta razón, en caso de incumplimiento de obligaciones, cada parte mantendrá el derecho de propiedad sobre los valores o sumas de dinero que haya recibido y se procederá a compensar las obligaciones incumplidas (valor pendiente de devolución y suma de dinero pendiente de entrega); de existir una diferencia a favor de alguna de las partes, el cobro se efectuará por la vía legal regular.

Las operaciones de reporte en general y el repo interbancario en particular permitirán desarrollar un mercado de dinero garantizado, lo que incrementará la maduración de los préstamos interbancarios (*overnight*) hasta plazos de un año, permitiendo desarrollar una curva de rendimiento de corto plazo en soles. Esta curva permitirá también la emisión de instrumentos en soles a tasa variable, cuyo riesgo puede ser administrado a través del uso de los *swaps* de tasas de interés.

65. **Si bien la reciente aprobación de estas leyes apoyarán el desarrollo del mercado de capitales, es importante tener presente que dicho desarrollo requiere de la implementación de medidas adicionales, tales como las que señalan a continuación:**

a) Exoneración del IGV a la titulización de créditos hipotecarios

La titulización de créditos hipotecarios requiere que se les exonere del IGV. Los bancos están exonerados del pago del IGV por los intereses de su cartera de sus colocaciones incluyendo sus créditos hipotecarios colocados, 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 titulización de créditos hipotecarios. Así, se fomentaría la emisión de estos bonos por parte de las empresas tituladoras hipotecarias.

b) Reducir los requerimientos de clasificadoras de riesgo para la emisión de instrumentos de corto plazo para disminuir los costos de emisión.

La emisión de instrumentos de corto plazo (papeles comerciales y certificados de depósitos negociables) son los valores mobiliarios más simples de evaluar para los inversionistas y constituyen la puerta de ingreso al mercado de capitales para los nuevos emisores. Por ello, se plantea que se reduzca de dos a uno el número de clasificadoras de riesgo que se deben contratar para que evalúen la emisión. Cabe mencionar, que la Ley de Promoción del Mercado de Valores otorga facultades a la SMV para implementar esta medida, si lo estima conveniente.

c) Incentivo de las emisiones de deuda con riesgo inferior a AA-

Las emisiones de instrumentos de deuda en el mercado de capitales local están concentradas en valores con una clasificación igual o superior a AA-, debido a la mayor preferencia de los inversionistas institucionales por esos instrumentos. Sin embargo, la mayoría de empresas que podrían acceder al mercado de capitales se harían acreedoras a calificaciones de riesgo inferiores.

Para efectos de incentivar a las AFP a que adquieran instrumentos con riesgo inferior a AA-, se considera conveniente que la SBS revise la actual regulación del encaje de las AFP. Para ello, se propone:

- Evaluar la reducción de las actuales tasas de encaje de las AFP, para dar mayor flexibilidad a dichas instituciones en sus decisiones de inversión⁵¹; o,
- Evaluar la introducción de una nueva metodología para hallar el encaje en función al riesgo de la cartera administrada.

d) Reducción del capital mínimo requerido a los bancos de inversión

Una reducción del capital mínimo exigido podría llevar a que bancos de inversión *boutiques* de países desarrollados con limitada presencia en el país, entidades locales especializadas en asesoría financiera o las principales SAB de la región 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).

51 El encaje exigido a las AFP está en función directa del nivel de riesgo de los instrumentos de la cartera.





- e) Flexibilización de la normativa relacionada a las inversiones del sistema privado de pensiones y agilización del proceso de autorización y registro de los instrumentos financieros disponibles para inversión.

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 AFP⁵².
- El requerimiento de autorización previa para cada instrumento financiero en el que la AFP puede invertir afecta la gestión eficiente de los fondos de pensiones, debido a que se producen demoras en el proceso de autorización y registro, por excesivos requerimientos de información.

Por ello, para una administración eficiente del portafolio de los fondos de pensiones se debe considerar el establecimiento de criterios generales para invertir en instrumentos de renta fija y variable y no requerir en cada caso de una autorización específica de la SBS. En ese sentido, no se debería requerir un registro previo del instrumento en la SBS; la revisión del cumplimiento de los requisitos establecidos debería ser *ex – post*.

Las AFP deberían poder invertir sin la necesidad de comunicarle previamente a la SBS su decisión de inversión. Ello permitiría que los portafolios de los fondos de pensiones se diferencien entre sí, ya que se evitaría que las AFP copien sus estrategias de inversión. De este modo, se incrementaría la competencia del SPP vía rentabilidades diferenciadas y se ayudaría a profundizar el mercado de capitales.

Adicionalmente, la SBS debe autorizar la inversión en fondos mutuos, fondos de inversión y fondos alternativos, a través de parámetros generales por clase de activos, y no aprobar específicamente la inversión en cada fondo.

- f) Ampliación de las inversiones de las AFP en renta variable local

Es recomendable que sea suficiente que una acción cumpla con los requisitos establecidos para que una AFP pueda invertir en dicho activo (capitalización

52 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 (adquiriendo los mismos instrumentos financieros) a la AFP que realizó el esfuerzo de investigación (problema del free rider).

bursátil del *float*⁵³ de US\$ 100 millones y un estado financiero auditado), y así una AFP la pueda comprar sin necesidad de que sea autorizada previamente por la SBS o que esta acción sea incluida en una lista. Así, se elimina el problema de "*front-running*"⁵⁴ ya que sería más difícil para los otros actores del mercado bursátil enterarse de las intenciones de compra de acciones de la AFP.

Para ampliar las posibilidades de inversión de las AFP en renta variable local se podría reducir, asimismo, el requisito de capitalización bursátil del *float* de US\$ 100 millones a US\$ 40 millones. El *float* mínimo actual es muy restrictivo dado el tamaño de las empresas que cotizan en la BVL y la poca proporción de sus acciones que circulan en el mercado.

g) Flexibilización en el uso de derivados para las AFP

La reciente reforma del SPP ha flexibilizado el uso de instrumentos derivados, al permitirse que también puedan ser contratados para una gestión eficiente del portafolio. Con esto, se posibilitará a las AFP una mejor cobertura de su cartera administrada y ampliar sus estrategias de inversión. Sin embargo, se exige a las AFP respecto al uso de derivados el cumplimiento diario del ratio de eficacia 80%-125%. Lo óptimo es eliminar este ratio (que en realidad se creó con fines tributarios y no de gestión de portafolios) y buscar una proxy que mida la calidad de cobertura.

53 Se define como float a aquellas acciones que no son de propiedad, directa o indirecta, del grupo accionario que ejerce el control del emisor.

54 Front running o inversión ventajista es una práctica ilegal que puede llegar a cometer un operador de mesa de dinero o bien corredores de bolsa que ejecuten órdenes de terceros en los mercados de capitales. La práctica consiste en tomar posiciones propias (a cuenta del operador) de compra (si ven que la orden del cliente va a hacer subir los precios del instrumento) o venta (si ven que la orden del cliente va a hacer bajar los precios). Ellos esperan cerrar su posición propia luego que se ingresó la orden del cliente, y así generar ganancias con el nuevo nivel de precios.





Recuadro 3 LOS FONDOS DE PENSIONES Y LAS INVERSIONES EN PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA

La existencia de una adecuada infraestructura es uno de los requisitos para lograr un crecimiento económico sostenido en el largo plazo. Una mayor participación de los fondos de pensiones en proyectos de infraestructura puede contribuir a la reducción del déficit de infraestructura que enfrenta el país, además de beneficiar a los afiliados de las AFP con la obtención de mejores retornos. Por ello, es importante establecer las condiciones adecuadas para que las AFP puedan utilizar sus recursos para financiar dichos proyectos.

Las inversiones en infraestructura de las AFP alcanzan los S/. 10 763 millones (10,7% del total del fondo) a marzo de 2013. Además, se observa que el 59% de este tipo de inversiones se concentra en el sector energía, seguido de los sectores transporte (20%) y telecomunicaciones (14%)⁵⁵.

INVERSIÓN DE LAS CARTERAS ADMINISTRADAS EN INFRAESTRUCTURA DENTRO DEL TERRITORIO PERUANO (A marzo de 2013)

Sector	Sub-sector	Millones de S/.	% fondo de pensiones
Telecomunicaciones	Telecomunicaciones (1)	1 457	1,5%
	Total sector telecomunicaciones	1 457	1,5%
Energía	Distribución eléctrica (2)	1 275	1,3%
	Generación eléctrica (3)	3 330	3,3%
	Transmisión eléctrica (4)	217	0,2%
	Proyectos hidroenergéticos (5)	199	0,2%
	Hidrocarburos (6)	1 315	1,3%
	Total sector energía	6 336	6,3%
Infraestructura de transporte	Redes viales (7)	1 952	1,9%
	Ferrocarriles (8)	11	0,0%
	Aerocomercial y portuario (9)	201	0,2%
	Total sector infraestructura de transporte	2 163	2,2%
Saneamiento	Saneamiento (10)	616	0,6%
	Total sector saneamiento	616	0,6%
Infraestructura para la salud	Infraestructura para la salud (11)	190	0,2%
	Total sector infraestructura para la salud	190	0,2%
Total infraestructura		10 763	10,7%

1. Telefónica Móviles, América Móviles y Telefónica del Perú.
 2. Luz del Sur, Edelnor y Fondo de Inversión Energético Americano de Larrain Vial.
 3. Chinango, Cahua, Duke Egenor, Edegel, Enersur, Electroandes, Inkia Energy, Fondo de Inversión Energético Americano de Larrain Vial, Kallpa, Southern Cone y Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales.
 4. Consorcio Transmataro, Fondo de Inversión Energético Americano de Larrain Vial, Red de Energía del Perú, Aguaytía y Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales.
 5. Consorcio Tránsito Olmos y Fondo de Inversión Energético Americano de Larrain Vial.
 6. Relapasa, Transportadora de Gas del Perú, Perú LNG, Plus Camisea, Hunt Oil, Fondo de Inversión Energético Americano de Larrain Vial, Maple Energy PLC y Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales.
 7. IIRSA Sur (Tramos 2, 3 y 4), IIRSA Norte, Interoceánica V, CRPAO PEN Trust, CRPAO VAC Trust y Fideicomiso de Infraestructura.
 8. Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales.
 9. Terminales Portuarios Euroandinos - Paíta, Lima Airport Partners y Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales.
 10. H2Olmos, Consorcio Agua Azul, Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales y Fideicomiso de Infraestructura.
 11. Peru Payroll Deduction Finance Limited.
- Fuente: SBS - Inversión de las Carteras Administradas de las AFP en Infraestructura.

55 El cuadro muestra las inversiones de las AFP en proyectos de infraestructura o en empresas que proveen servicios públicos o infraestructura pública.

Estos proyectos de infraestructura han sido desarrollados tanto a través de concesiones clásicas⁵⁶ (por ejemplo, el Consorcio Transmantaro, H₂Olmos, entre otros) como de asociaciones público privadas o APP⁵⁷ (por ejemplo, el Consorcio Trasvase Olmos, las carreteras interoceánicas IIRSA Sur e IIRSA Norte, entre otros).

Las modalidades con las que cuentan las AFP para financiar proyectos de infraestructura son las siguientes:

- a. Inversión directa. Esta se realiza por medio de la compra, en un mecanismo centralizado de negociación o en el mercado *over-the-counter* (OTC), de instrumentos de deuda o de acciones emitidas por las empresas concesionarias de los proyectos de infraestructura.

Asimismo, las empresas concesionarias pueden obtener financiamiento a través de la titulación de los derechos de pago futuros que serán realizados por el Estado, en la medida que avance la construcción de las obras de infraestructura. Estos derechos de pago futuros (cofinanciamiento del Estado) se establecen en el contrato de la APP. Así, por ejemplo, en el desarrollo de las carreteras interoceánicas IIRSA Sur e IIRSA Norte, se creó la figura del Certificado de Avance de Obra (CAO)⁵⁸ y el Pago por Avance de Obra (PAO), que se encuentra representado en Certificados de Reconocimiento de Derechos sobre el PAO (CRPAO)⁵⁹. A través de la enajenación de los CRPAO (que ofrece a su tenedor pagos semestrales durante 15 años), los concesionarios pueden obtener financiamiento de los inversionistas institucionales, entre ellos las AFP.

Cabe mencionar que, actualmente, las AFP poseen bonos de titulación CRPAO PEN Trust # 1 Series 2008-100 por S/. 139,8 millones y bonos de titulación CRPAO VAC Trust Series 2009-100 por S/. 61,4 millones a diciembre de 2012.

- b. Inversión indirecta. Este tipo de inversión hace referencia a:
 - La compra a través de un mecanismo centralizado de negociación (como la Bolsa de Valores de Lima, BVL) de instrumentos de deuda o acciones emitidas por empresas relacionadas o que intervienen en proyectos de infraestructura⁶⁰.

56 Una concesión es el otorgamiento del derecho de explotación, por un período determinado, de bienes y servicios a una empresa privada. La concesión tiene por objeto la administración de los bienes públicos mediante el uso, aprovechamiento, explotación de las instalaciones o la construcción de obras y nuevas terminales de cualquier índole sea marítima, terrestre o aérea de los bienes del dominio público.

57 Las APP son modalidades de participación de la inversión privada con el objeto de crear, desarrollar, mejorar, operar o mantener infraestructura pública o proveer servicios públicos. El sector privado aporta la experiencia, conocimientos, equipos y tecnología; y, con el Estado se distribuyen los riesgos y recursos necesarios para llevar a cabo el proyecto.

58 El CAO es expedido por el regulador conforme a la evaluación y certificación mensual del avance de obras ejecutado por el concesionario.

59 El CRPAO es un documento de carácter financiero que representa la obligación incondicional e irrevocable de pago de la República del Perú con cargo al presupuesto anual del Ministerio de Transporte y Comunicaciones (no caracteriza como endeudamiento público).

60 Por ejemplo, compra de acciones y/o bonos de Luz del Sur, Edegel, Edelnor, Enersur o Telefónica. Cabe destacar que la captación que realicen las empresas no necesariamente se destina a la inversión en el desarrollo de infraestructura.





- La adquisición de certificados de participación de fondos de inversión especializados en infraestructura y del fideicomiso de inversión en infraestructura. Es conveniente que parte de las inversiones se canalice bajo esta modalidad, debido a que los gestores de los fondos de inversión especializados pueden tener mayor conocimiento sobre la valoración de proyectos desde su etapa inicial, pre-operativa o en fase de construcción (*"greenfield projects"*)⁶¹.

Sin embargo, no existen muchos fondos de inversión dedicados a infraestructura en los cuales las AFP puedan participar. Asimismo, la ausencia de proyectos de infraestructura con una estructura financiera adecuada y los largos plazos para el desarrollo de los procesos de concesión son los principales factores que detienen el proceso de inversión en infraestructura por parte de las AFP. En particular, esta situación hace difícil que los administradores de los fondos de inversión puedan canalizar los recursos ya comprometidos y desembolsados por las AFP.

Por otro lado, en junio de 2009, la Asociación de AFP formalizó la creación de un fideicomiso de inversión en infraestructura, como patrimonio autónomo para inversión en instrumentos de deuda de proyectos en dicho sector. La inversión comprometida es de US\$ 400 millones, dirigida principalmente a 20 proyectos de infraestructura incluidos en los Decretos de Urgencia 047-2008 y 121-2009⁶².

Algunas recomendaciones

Algunas medidas que permitirían crear las condiciones para que las AFP puedan canalizar en mayor magnitud sus fondos disponibles en el desarrollo de proyectos de infraestructura son:

- Asegurar que existan suficientes proyectos de inversión. ProInversión y los ministerios respectivos deben promover el diseño de concursos que incluyan la ejecución de varias obras de menor envergadura, de tal manera que el "paquete" resulte atractivo para empresas que garanticen la ejecución de los proyectos de infraestructura.
- Promover una mayor eficiencia en los proyectos de infraestructura, para así eliminar los retrasos innecesarios en las diferentes etapas del proceso.
- Garantizar que las reglas de juego no cambiarán en forma discrecional y que se respetarán los contratos y compromisos asumidos, con el fin de mejorar la confianza de los concesionarios e inversionistas.
- Considerar el listado y la ampliación de capital vía la colocación de acciones en la BVL de las principales empresas estatales, ligadas a la provisión de energía eléctrica, agua y saneamiento, o relacionadas a hidrocarburos (por ejemplo, Electroperú, Sedapal, Petroperú)⁶³. Además, un beneficio conexo es que las empresas públicas incorporarían las prácticas de buen gobierno corporativo y mejorarían su transparencia de información financiera.

61 Cabe tomar en cuenta que la aptitud y calificación (*"know-how"*) de los gestores de inversión de las AFP radica principalmente en valorar las inversiones de deuda y capital de empresas en marcha que ya disponen de flujos de caja.

62 Entre los que destacan: Majes-Siguas, Autopista El Sol, Chavimochic, Ferrocarril Cajamarca-Bayóvar, Tren Eléctrico-Línea 1, Isla de San Lorenzo, IIRSA Centro, Puertos de Yurimaguas y Pucallpa, Planta de tratamiento de La Chira, Terminal portuario de San Juan de Marcona, aeropuertos regionales (segundo grupo), Panamericana Sur, Planta de tratamiento Taboada, Tránsito de agua de Huascacocha.

63 Se debe tomar como ejemplo los casos exitosos de colocación de acciones de empresas públicas en Colombia (ISA, Ecopetrol).

Recuadro 4 REFORMA DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

La Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones (Ley N° 29903, publicada el 19 de julio de 2012, en adelante la Ley) busca consolidar el Sistema Privado de Pensiones (SPP), luego de casi dos décadas de funcionamiento, estableciendo medidas orientadas a lograr una mayor eficiencia y cobertura del SPP, entre las que destacan:

- a) **Licitación de nuevos afiliados al SPP:** La SBS licitará, cada 24 meses, el servicio de administración de la Cuenta Individual de Capitalización (CIC) para los trabajadores que se incorporen al SPP. En cada licitación, se adjudicará el servicio a la AFP que ofrezca la menor comisión. El plazo de permanencia obligatorio será de 24 meses⁶⁴.
- b) **Nuevo esquema de comisiones:** Se establece un esquema de comisión por saldo, el cual involucra una comisión mixta durante un período de transición de 10 años. La comisión mixta considera una comisión porcentual calculada sobre la remuneración (comisión por flujo)⁶⁵; y una comisión sobre el saldo del fondo de pensiones administrado, que se aplicará sólo a los nuevos aportes que se generen a partir de la entrada en vigencia de la licitación.
- c) **Licitación del seguro previsional:** La prestación de este seguro, que considera el seguro por riesgos de invalidez y sobrevivencia, así como los gastos de sepelio, será otorgado por licitación pública, siendo las AFP las encargadas de la organización y realización. Ello permitirá reducir los costos para el afiliado al evitar la posibilidad de una contratación de empresas vinculadas.
- d) **Centralización de operaciones:** Se establece el uso obligatorio de una o más plataformas comunes en procesos operativos de las AFP, tales como recaudación, conciliación, acreditación, cobranza, así como cálculo y pago de las prestaciones. La centralización permitiría reducir los costos administrativos que actualmente se multiplican, ya que cada AFP desarrolla esfuerzos que podrían fusionarse si las operaciones comunes fueran llevadas a cabo por una sola entidad. El ahorro en los costos debería traducirse en una menor comisión por administración.

También se establece la acumulación de procesos judiciales, de tal forma que una o varias AFP pueden plantear, en un solo proceso judicial, la cobranza de aportes previsionales contra un mismo empleador, por uno o varios afiliados⁶⁶.

- e) **Ampliación de las opciones de inversión de las AFP:** Se incorpora una nueva categoría de instrumentos de inversión denominada instrumentos alternativos, los que agrupan a los fondos en infraestructura, los fondos de inversión (principalmente los de capital en riesgo) y los fondos de cobertura (*hedge funds*). Además, se incorpora el tratamiento de las inversiones en infraestructura y concesiones.

Con el objetivo de incrementar la cobertura del SPP, la Ley establece la incorporación obligatoria de trabajadores independientes menores a 40 años de edad al SPP. Asimismo, establece el carácter obligatorio

64 De acuerdo a la ley, uno de estos afiliados se puede trasladar a otra AFP si la rentabilidad neta de comisión de la AFP adjudicataria resultara menor al comparativo del mercado, según lo regulado por la SBS.

65 Esta comisión tendrá una trayectoria decreciente en el tiempo por un plazo determinado hasta que la comisión sólo dependa del saldo administrado.

66 Antes de la reforma, si un empleador dejaba de pagar en un determinado mes sus aportes a las cuatro AFP, se iniciaban cuatro procesos independientes, lo cual significa una multiplicación de expedientes, generando ineficiencia y costos adicionales no solo para las AFP, sino al Poder Judicial. Si el atraso era mayor a un mes, las cuatro AFP debían realizar un nuevo proceso para cada mes de atraso.





al Sistema de Pensiones Sociales (actualmente es voluntario) para los trabajadores y conductores de microempresas que no se encuentren afiliados o sean beneficiarios de otro régimen previsional. Estas medidas incrementarán la cobertura de uno de los sectores económicos con menor nivel de afiliación.

Complementariamente, la Ley establece medidas orientadas a mejorar la educación previsional, a través de: (i) la creación del Fondo Educativo del Sistema Privado Previsional (FESIP), con el fin de financiar proyectos educativos previsionales; y (ii) la creación del Consejo de Participación Ciudadana en Seguridad Social (COPAC), el cual canalizará la participación de los usuarios del SPP y centralizará las propuestas en materias relacionadas a labores de educación.

Avances en la implementación de la reforma del SPP

La primera licitación se realizó el 20 de diciembre de 2012, en la cual participaron las cuatro AFP que actualmente operan en el mercado peruano y dos nuevas AFP que obtuvieron la autorización de organización por parte de la SBS. Si bien la AFP ganadora de la licitación presentó la menor comisión, la efectividad de este proceso podría verse afectada por la posibilidad que los nuevos afiliados opten por aportar a la Oficina de Normalización Previsional. Ello restaría escala y atractivo a la licitación como mecanismo dinamizador de la competencia.

Por otra parte, el esquema de comisión mixta puede resultar muy complejo y poco transparente para el afiliado. En efecto, su conveniencia depende de muchas variables y características propias de cada afiliado, tales como el número de años de aporte, la estabilidad laboral y la rentabilidad de los fondos de pensiones, entre otras. Por ello, sería apropiado que el afiliado cuente con un tiempo prudencial para evaluar las ventajas y desventajas de cada esquema de cobro de comisión y tomar la mejor decisión posible.

En el actual proceso de elección de comisión, se observa que cerca del 60% de afiliados cotizantes (alrededor de 1,3 millones de personas) han decidido permanecer en la comisión por flujo, en un contexto de intensa campaña de información realizada por los medios de comunicación y las propias AFP⁶⁷. Ello indicaría que los afiliados no serían indiferentes a la comisión que se les pueda cobrar. Por tanto, una mayor transparencia de la información disponible para los afiliados conllevará a que éstos se involucren más en el producto previsional, asignando una mayor importancia a la elección de su AFP y ejerciendo de mejor manera su rol disciplinador entre las AFP, lo que promovería la competencia en la industria.

En cuanto a las otras medidas de la reforma del SPP, se ha publicado recientemente el DS N°068-2013-EF, Reglamento de la Ley N° 29903, en el cual se reglamenta el aporte de los trabajadores independientes y la creación del FESIP. Asimismo, establece el plazo para la implementación de la centralización operativa (enero de 2014).

Con el objetivo de lograr una mayor eficiencia y cobertura del SPP, es relevante que se complete la normativa pertinente que permita implementar la reforma del SPP en toda su magnitud, considerando que la información que el afiliado tenga a su disposición sea lo más transparente posible. Con ello, se podrá lograr un perfeccionamiento del SPP, en beneficio de sectores más amplios de la población y del desarrollo del país.

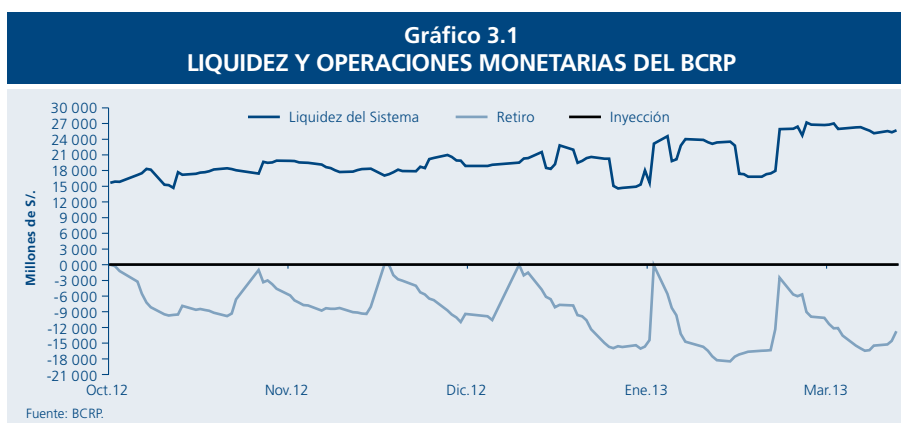
Es también prudente que la SBS aboque sus esfuerzos en flexibilizar la actual normativa de inversiones de las AFP⁶⁸. Actualmente, la gran cantidad de límites impuestos a las inversiones de las AFP y la lentitud en la aprobación de inversión en nuevos instrumentos afectan la asignación de activos deseada por los gestores de inversión e incrementa los costos regulatorios. Por ello, la mayor flexibilización de la normativa posibilitará la obtención de una mayor rentabilidad de los fondos de pensiones y una mayor diferenciación entre las AFP.

67 A marzo de 2013 el número total de afiliados al SPP fue aproximadamente 5,3 millones; y el número total de cotizantes, 2,5 millones.

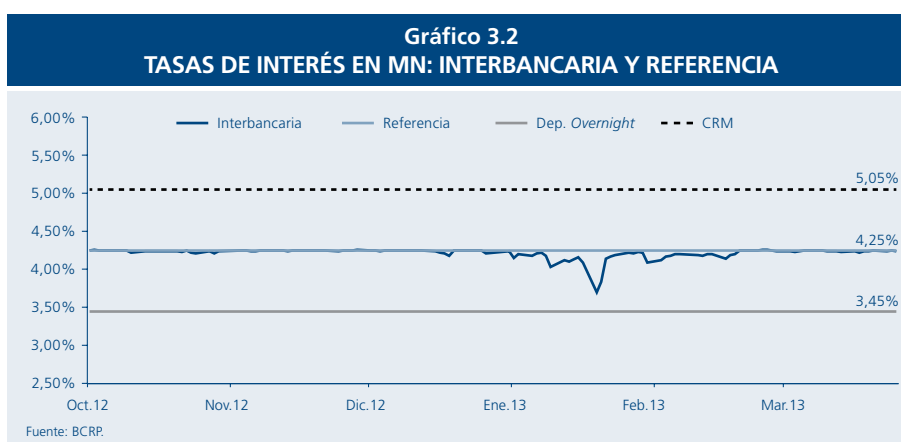
68 Ello está en línea con el artículo 22° de la Ley, que establece que la normativa relacionada a las inversiones debe promover una gestión eficiente, flexible y oportuna del portafolio, que incentive la diversificación del riesgo.

III. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO

66. **La liquidez en moneda nacional del sistema continuó holgada en el último semestre.** Así, el BCRP realizó operaciones de retiro e inyección de fondos en el 98% de los días útiles, mayor al 93% del semestre anterior. Durante el periodo, el saldo de CD BCRP y Depósitos *Overnight* aumentaron en S/. 3 645 millones y S/. 6 931 millones, respectivamente.



67. **La tasa de referencia de política monetaria se mantuvo durante el período de observación en 4,25%** en un contexto de retorno de la inflación al rango meta. En promedio, la tasa de interés interbancaria fue 4 puntos básicos menor que la tasa de referencia; mientras que fue 2 puntos básicos menor que esta tasa en el semestre previo.

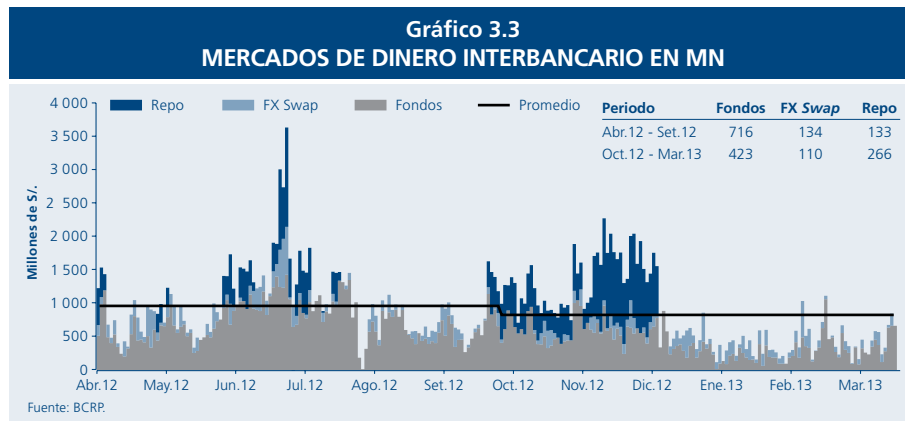


68. **La negociación en el mercado de préstamos interbancarios fue menor respecto al periodo anterior.** El promedio diario de S/. 798 millones fue inferior a los S/. 983 millones del semestre anterior, reflejando las menores negociaciones

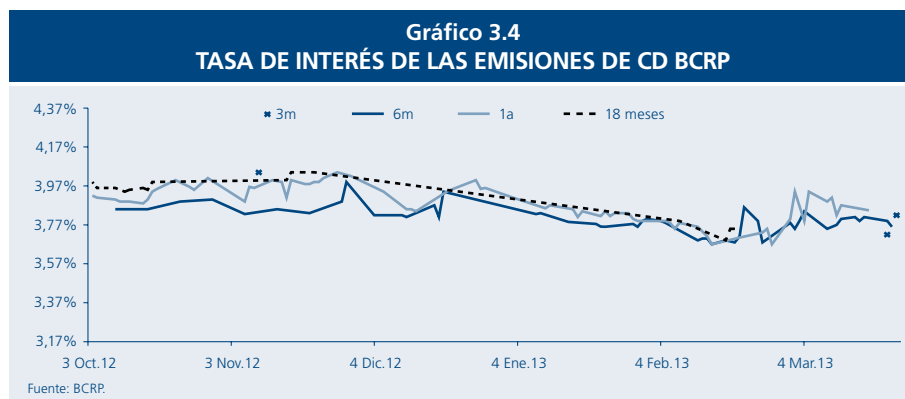




en el primer trimestre de 2013 (S/. 408 millones contra S/. 1 216 millones en el cuarto trimestre de 2012). Así, los montos negociados en los mercados de fondos interbancarios, FX Swaps y Repos con CD BCRP pasaron de S/. 564 millones, S/. 101 millones y S/. 551 millones en el cuarto trimestre de 2012 a S/. 290 millones, S/. 118 millones y S/. 0 millones, respectivamente en el primer trimestre de 2013.



69. **Las entidades del sistema financiero mostraron preferencia por instrumentos de mayor plazo.** Se emitieron CD BCRP a plazos entre 1 y 18 meses. En marzo se reanudaron las emisiones de CD BCRP a 9 meses (la última subasta se realizó en setiembre de 2012). Se colocaron S/. 300 millones de certificados a 3 meses, S/. 5 566 millones a 6 y 9 meses y S/. 10 430 millones a 1 año y 18 meses. Las entidades financieras mostraron preferencia por los CD BCRP a 6 meses y 1 año, con ratios promedio de colocación (respecto a la demanda) de 5 y 4, respectivamente.
70. **Los rendimientos de los CD BCRP mantuvieron su tendencia a la baja debido al exceso de liquidez del sistema y la competencia relativa entre los participantes del mercado.** Las tenencias de CD BCRP de la banca privada se redujo a 54% del total, 12 puntos porcentuales menos que el semestre anterior. La curva de rendimiento de los CD BCRP se aplanó ante expectativas que se mantenga la tasa de política monetaria.



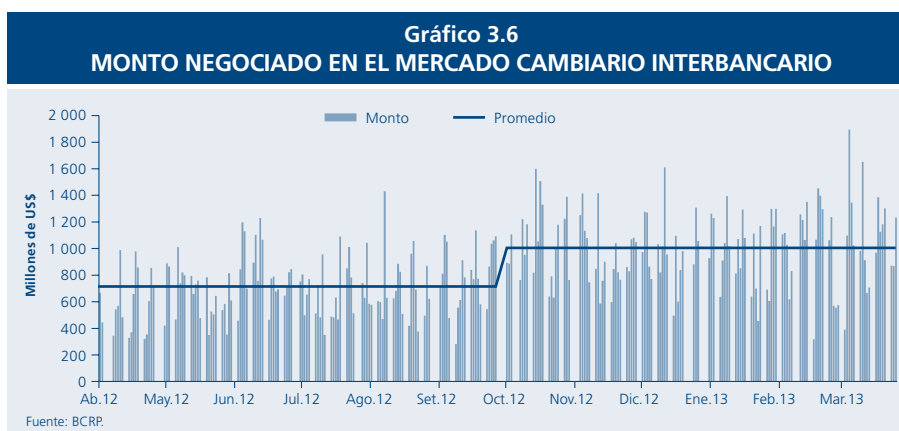
El BCRP realizó el 22 de febrero dos operaciones Repo para inyectar dólares por US\$ 400 millones al plazo de 3 días. Estas operaciones compensaron la demanda de liquidez en moneda extranjera de las entidades financieras para cubrir requerimientos de encaje.

71. **El Nuevo Sol se apreció 0,31% entre octubre 2012 y marzo 2013, por la oferta de dólares en el mercado *spot* de entidades no financieras locales.** El tipo de cambio interbancario venta del 31 de marzo de 2013 fue S/. 2,591 por dólar, inferior al S/. 2,599 del 30 de septiembre de 2012. El BCRP realizó compras netas por US\$ 7 130 millones, a un tipo de cambio promedio de S/. 2,5713 por dólar.



Desde la segunda semana de enero se revirtió la tendencia apreciatoria de la moneda local. Esto habría respondido al incremento del ritmo de compras de dólares del BCRP, el incremento en el límite de inversiones en el exterior de las AFP y a las medidas de encaje orientadas a atenuar el impacto del influjo de capitales del exterior y la apreciación de la moneda nacional.

72. **En el período, el promedio diario negociado en el mercado cambiario interbancario *spot* fue de US\$ 1 010 millones,** mayor a los US\$ 709 millones negociados en el semestre previo.





73. **Los no residentes ofertaron dólares en el mercado *spot* para adquirir, principalmente, Bonos del Tesoro Público.** Asimismo, demandaron dólares en el mercado *forward* para establecer coberturas ante la mayor incertidumbre en los mercados financieros externos y la reversión de la tendencia apreciatoria de la moneda local.

La oferta *spot* neta fue de US\$ 8 004 millones, explicada principalmente por el sector minería (US\$ 4 967 millones) y los clientes minoristas (US\$ 3 819 millones). Por otro lado, las AFP demandaron US\$ 1 998 millones en el mercado *spot* y ofertaron US\$ 1 614 millones en el mercado *forward*. En el mercado de derivados (que incluye operaciones *forward*, *swap* y opciones), los clientes no residentes demandaron US\$ 1 252 millones. Esto correspondió, principalmente, a ventas *forward* pactadas por las entidades financieras con sus clientes. En el período se pactaron ventas *forward* por US\$ 5 692 millones, mientras que los vencimientos fueron de US\$ 4 639 millones.

**Recuadro 5
DERIVADOS DE MONEDAS Y RENDIMIENTOS DE BTP⁶⁹**

Las monedas de los mercados emergentes pueden no ser convertibles por diversos motivos. En estos países, como Perú, el mercado de derivados de monedas suele estar dominado por los *non delivery forwards* (NDF). Estos instrumentos resultan muy convenientes para atenuar las limitaciones de los inversionistas no residentes para acceder al mercado financiero local y para reducir costos de transacción. Los NDF se caracterizan porque en la fecha de vencimiento se lleva a cabo la liquidación neta de la operación, en lugar de la entrega física del monto pactado⁷⁰. Esto permite que los bancos no residentes y los bancos locales sean ambos *market makers*⁷¹ del mercado NDF.

Al igual que los *forwards* convencionales, la determinación del precio de los NDF toma como referencia la paridad de tasas de interés⁷². Sin embargo, el precio es afectado también por los flujos de oferta y demanda, la liquidez del mercado, las expectativas sobre el tipo de cambio o el riesgo de contraparte. Dado que en la mayoría de mercados emergentes las expectativas sobre el tipo de cambio suelen estar sesgadas, los precios *forward* suelen incorporar una "prima" sobre el precio establecido por la paridad de tasas que refleja estas expectativas.

Partiendo de la paridad de tasas de interés, que determina el precio teórico de un *forward*, podemos obtener tasas implícitas en soles.

$$F = S_0 \times \left[\frac{(1+i)}{(1+i^*)} \right]^T$$

$$i = \left(\frac{F}{S_0} \right)^{1/T} \times (1+i^*) - 1$$

Donde F es el tipo de cambio *forward*, S es el tipo de cambio *spot*, i es la tasa de interés en la moneda local, i* es la tasa de interés en la moneda extranjera y T es el plazo del *forward* en años.

Con acceso limitado a los instrumentos de corto plazo en moneda local, los inversionistas no residentes pueden financiarse a la tasa LIBOR y acceder plenamente al mercado cambiario *spot* y *forward* peruano. De otro lado, el costo del fondeo en dólares de la banca local es mayor a la LIBOR debido a los requerimientos de encaje. Por estos motivos, las tasas de interés implícitas en soles que

69 Para una mayor discusión ver Choy y Cerna "Interrelación entre los mercados de derivados y el mercado de bonos soberanos del Perú y su impacto en las tasas de interés" DT N° 2012-21, BCRP.

70 En la liquidación neta sólo se paga la diferencia entre el tipo de cambio pactado y el tipo de cambio de la fecha de vencimiento (fixing). Si la diferencia es positiva, el vendedor recibe el pago y si es negativo el comprador recibe el pago.

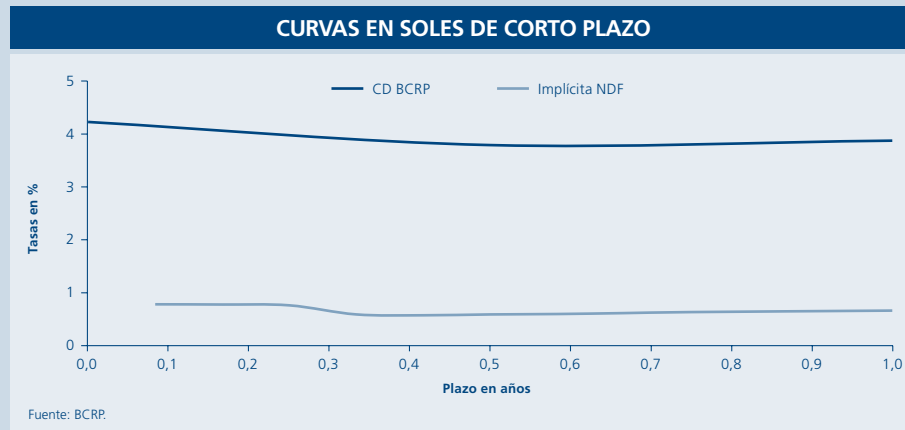
71 Un market maker es una entidad financiera que está dispuesto a comprar o vender un activo con la finalidad de ganar la diferencia entre el precio de compra y venta. Los market makers también pueden realizar transacciones a nombre propio y mantener posiciones en activos para especular sobre la tendencia de su precio.

72 La paridad cubierta de tasas de interés establece que el tipo de cambio forward es una función del tipo de cambio spot (actual o al contado), el diferencial entre las tasas de interés en moneda local y en moneda extranjera, y el plazo del contrato. Cualquier diferencia entre tipo de cambio forward y la condición de paridad generará una oportunidad de arbitraje.





obtienen los no residentes en los NDF suelen ser menores que las tasas locales, como se observa a continuación.



Otro derivado de monedas muy utilizado en el mercado peruano es el *Cross Currency Swap* (CCS). El CCS es un contrato financiero derivado por el que se intercambian flujos de intereses en una moneda por flujos de intereses en otra moneda. Estos flujos se calculan sobre montos principales equivalentes fijados al inicio del contrato, usando un tipo de cambio acordado entre las partes. Para determinar las tasas de interés del CCS se necesita las tasas de los *Interest Rate Swaps* (IRS)⁷³ en ambas monedas y un *spread* por riesgo de crédito relativo.

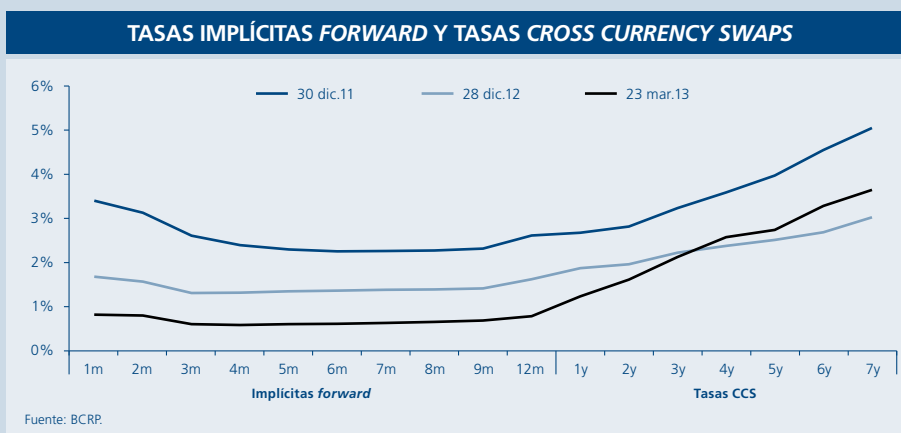
Al igual que en el mercado *forward*, el mercado de CCS en los mercados emergentes suele estar dominado por los *non delivery swaps* (NDS) y los bancos no residentes son también *market makers*. Los NDS más comunes son los que intercambian periódicamente una tasa fija en moneda local contra la USD LIBOR y el principal al final del contrato. Lo que se cotiza es la tasa fija en moneda local. Además, no se realiza el intercambio inicial de principales por lo que el NDS genera riesgo cambiario.

La construcción de la curva de CCS parte de la curva cero cupón implícita en las cotizaciones NDF, debido a condiciones de arbitraje. Los CCS pueden ser replicados como un portafolio de *forwards*, por lo que cualquier inconsistencia entre sus cotizaciones creará oportunidades de arbitraje. Sin embargo, la curva *forward* es de corto y mediano plazo, por lo que se utiliza como referencia para el tramo corto de la curva CCS. Las tasas del tramo largo de la curva CCS se forma a partir de la relación que existe entre la deuda soberana en moneda local y en moneda extranjera. Así, por ejemplo, el diferencial entre los BTP 2015 y 2020 contra los Globales (convertidos a soles a través de CCS) fluctúa alrededor de cero para evitar oportunidades de arbitraje. Debido a que los CCS se construyen en base a los NDF, las tasas de interés en soles que se obtienen pueden ser menores que las tasas locales.

A continuación se muestra la curva en soles de los no residentes. Se puede observar que dichas tasas han descendido en los últimos años debido a la mayor tasa local en dólares y las expectativas

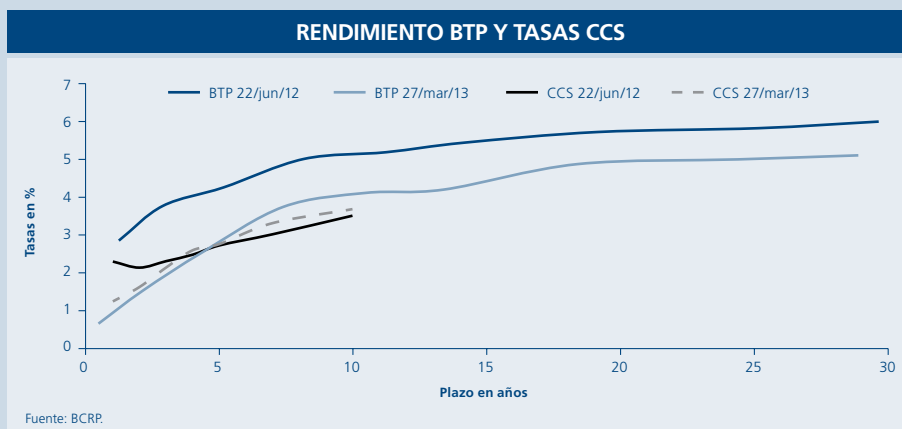
73 En su forma más sencilla, un *swap* de tasas de interés (Interest Rate Swap) es un contrato financiero derivado donde se intercambia periódicamente una tasa fija a cambio de una flotante en una misma moneda sobre un monto nacional que sirve de referencia.

apreciatorias sobre el sol. Al cierre de marzo, estas tasas son menores a la TPM, incluso al plazo de diez años.



Además del mercado de derivados cambiarios, los inversionistas no residentes también tienen libre acceso al mercado de bonos soberanos y el rendimiento que exigen por estos títulos está vinculado a las tasas implícitas NDF y a la curva CCS. Como ya se ha mencionado, el costo de oportunidad en soles para los no residentes corresponde a las tasas de interés del mercado de NDF y de CCS. Los no residentes venden sus dólares en el mercado *spot* para obtener soles que usan para adquirir BTP. Además, recompran los dólares en el mercado de derivados con lo que cubren su riesgo cambiario y financian implícitamente la compra del BTP a tasas menores que la TPM. Por este motivo, los rendimientos de los bonos soberanos de corto plazo también se encuentran por debajo de la TPM.

En el siguiente gráfico se puede apreciar que la curva de rendimientos de los BTP ha convergido hacia la curva de tasas CCS desde junio de 2012 debido a las compras de BTP, precisamente, por no residentes.



74. **A marzo de 2013, la posición de cambio global de la banca fue US\$ 499 millones y la posición de cambio contable fue US\$ 418**





millones.⁷⁴ Estas cifras representaron aumentos de US\$ 240 millones y de US\$ 164 millones, respectivamente, respecto al 30 de setiembre 2012.

Cuadro 3.1 USOS Y FUENTES DEL MERCADO CAMBIARIO 1/ (Millones de US\$)									
Oferta Neta	2012			2013			Oct.12 a Mar.13		
	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total
1. AFP	-2 915	2 705	-210	-592	324	-268	-1 998	1 614	-384
2. No residentes	1 465	-2 053	-588	928	-421	507	1 161	-1 252	-91
3. Fondos mutuos locales	379	-379	0	257	-257	0	325	-325	0
4. Banco de la Nación y financieras	-693	-324	-1 017	-83	-84	-167	-657	-126	-783
5. Otros	16 950	-2 309	14 642	5 049	-264	4 784	9 172	-544	8 628
Total	15 187	-2 360	12 827	5 558	-702	4 856	8 004	-634	7 370
a. Aumento Posic. Cambio Banca			353			-486			-240
b. Intervención neta del BCRP			-13 179			-4 370			-7 130
i. Compras netas del BCR			13 179			0			-7 130
ii. Variación de CDLD			0			0			0
iii. Variación de CDR			0			0			0
TC promedio de compras			2,6405			2,5663			2,5713
TC promedio de ventas			2,7071						
TC cierre de mercado			2,5520			2,5910			2,5910

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

75. **El monto transado de derivados que involucran al Nuevo Sol aumentó en el semestre, principalmente en forwards, debido a las mayores coberturas de las AFP e inversionistas no residentes.** De otro lado, se registró una caída en la negociación de FX Swap debido a la renuencia de la banca a usar sus dólares para financiarse en nuevos soles ante los incrementos en los requerimientos de encaje en moneda extranjera. Además, en mayo de 2012 se iniciaron operaciones de *Overnight Indexed Swaps* (OIS), aunque aún es un mercado poco líquido.

Cuadro 3.2 OPERACIONES DE DERIVADOS FINANCIEROS DEL NUEVO SOL DE LA BANCA* (Montos nominales en millones de US\$)										
Instrumento	Abr.12-Set.12					Oct.12-Mar.13				
	Negociación		Saldo			Negociación		Saldo		
	Total	Prom.	Largo	Corto	Neto	Total	Prom.	Largo	Corto	Neto
Monedas										
Forward	53 106	435	9 091	8 708	383	59 022	500	11 326	10 825	501
Cross Currency Swap	622	5	988	1 347	-359	1 087	9	1 348	1 705	-356
FX Swap	3 221	26	145	162	-17	2 614	22	225	235	-10
Opciones**	619	5	60	232	-172	704	6	156	231	-76
Tasas										
OIS ***	20	0	10	-	-	25	0	10	15	-

* Incluye operaciones con clientes, bancos, empresas financieras y BCRP.
** La posición larga es la suma de las compras call y ventas put, mientras que la posición corta es igual a la suma de las ventas call y las compras put.
*** Montos en millones de soles. En una posición larga (corta), el banco paga (recibe) la tasa fija.
Fuente: Información remitida por la banca en los Reportes de Operaciones Cambiarias y Reportes de Derivados de Tasas.

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

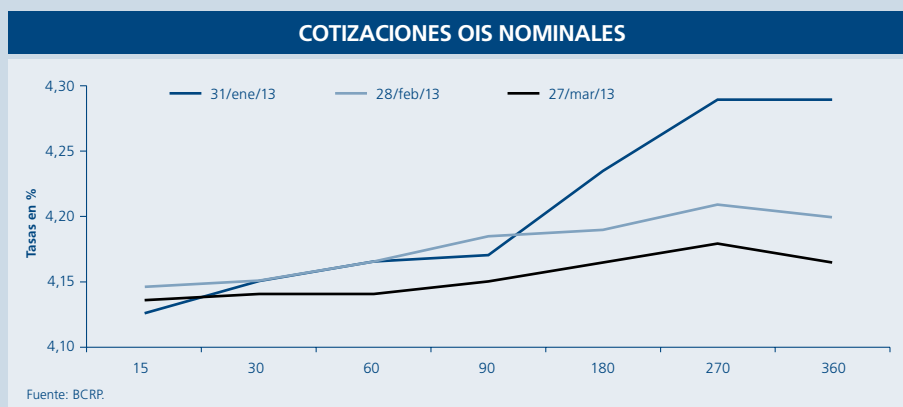
Recuadro 6
EXPECTATIVAS DE TASA DE INTERÉS Y OVERNIGHT INDEXED SWAP.

El *Overnight Indexed Swap* (OIS) es un *swap* de tasas de interés donde la tasa variable se determina por la capitalización de una tasa *Overnight*, en lugar de la cotización de una tasa a plazo (por ejemplo la LIBOR USD al plazo de un mes), como en los *swaps* de tasas convencionales. El OIS es utilizado para administrar el riesgo de tasas de interés y especular sobre la dirección de la tasa de interés de referencia y los cambios en la curva de rendimientos, sin incurrir en inversión inicial. El cálculo de la tasa variable considera el Índice *Overnight* que calcula y publica diariamente el BCRP en base a las transacciones registradas en el mercado interbancario.

La banca local decidió lanzar este producto en mayo de 2012, en lugar de los *swaps* de tasas convencionales, debido a que la negociación en el mercado interbancario local es básicamente *overnight* y a la inexistencia de una tasa de referencia a plazo mayor⁷⁵. En este mercado participan 3 bancos locales y, esporádicamente, algunos bancos no residentes. Los bancos cotizan la tasa fija en términos nominales, como se acostumbra en el mercado internacional. Los plazos van desde 2 semanas hasta 1 año. Los OIS son cupón cero para plazos hasta 11 meses, mientras que para plazos a 12 meses se intercambian cupones semestrales.

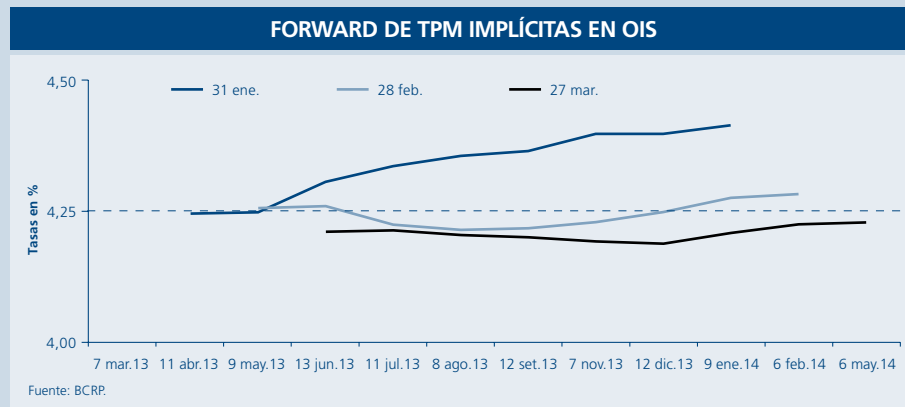
Debido a que la tasa variable de los OIS es determinada por la capitalización de la tasa *overnight* y que ésta a su vez es determinada por la tasa de política monetaria (TPM) del BCRP, las cotizaciones de los OIS reflejan las expectativas sobre el futuro de la TPM. Para extraer las expectativas de TPM, primero se debe construir una curva de tasas efectivas cupón cero en base a las tasas nominales cotizadas. Luego se calculan las tasas *forward* para las fechas de reunión de política del BCRP, que reflejan la trayectoria esperada de la TPM. Partiendo de la TPM actual y los *forward* de TPM, podemos construir un árbol de probabilidad para el nivel de la TPM para cada reunión de política, bajo el supuesto que el BCRP sólo puede incrementar o disminuir la TPM en 25 puntos básicos en cada oportunidad.

Por ejemplo, al cierre de enero de 2013 las cotizaciones OIS reflejaban expectativas alcistas sobre la TPM debido al crecimiento de la demanda interna y la persistencia de la inflación. Sin embargo, durante febrero y marzo la curva OIS se aplanó luego de la publicación de datos de actividad e inflación menores a lo esperado y las declaraciones del BCRP sobre la posibilidad de reducir la TPM.

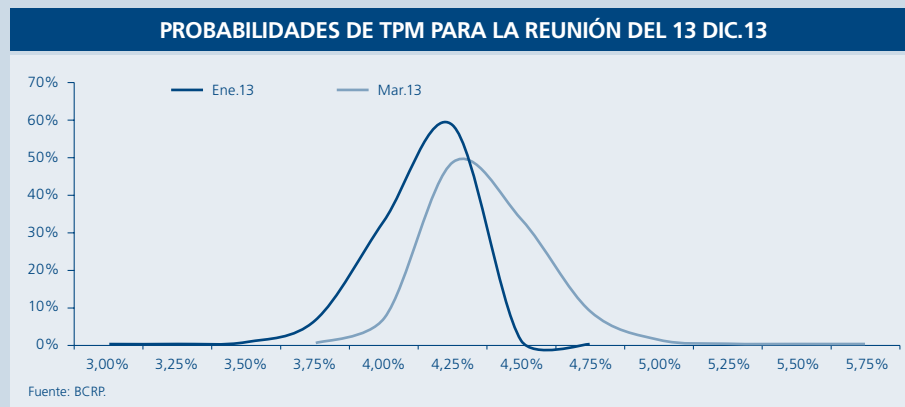


75 Cabe resaltar que, debido a problemas similares a los del Perú, el mercado de swaps de tasas de Chile, Brasil y Colombia están dominados por los OIS.





Al cierre de marzo, las cotizaciones OIS mostraban una probabilidad del 40% que la TPM se encuentre debajo del 4,25% actual para la reunión del 13 de diciembre de 2013 (mayor al 7% al cierre de enero). Como se aprecia en el siguiente gráfico, la distribución de probabilidad de la TPM de diciembre pasó de tener un coeficiente de simetría positivo en enero a negativo en marzo, reflejando el cambio de expectativas.



Sin embargo, el mercado local es aún ilíquido (sólo se ha negociado S/. 45 millones) y el diferencial *bid-ask* es de 20 puntos básicos en promedio. Esto se debe a que sólo tenemos tres participantes regulares y a la expectativa de que la TPM se mantendrá estable en el futuro previsible. Es importante el desarrollo de este mercado debido a su rol en la redistribución del riesgo de tasas de interés y porque refleja las expectativas del mercado sobre la TPM.

A pesar de la poca liquidez de este mercado, las expectativas extraídas de los OIS son válidas siempre que se usen cotizaciones *mid* en firme, es decir, disponibles para ser transadas. Si las cotizaciones no reflejaran las expectativas del mercado se generarían oportunidades de arbitraje. Por ejemplo, si la tasa OIS a 6 meses es 3,75% y el consenso del mercado es que la TPM se mantenga en 4,25% en dicho periodo, un banco podría financiarse a 6 meses a una tasa de 3,75%. Para esto, el banco debe pedir prestado soles en el mercado interbancario *overnight* y renovar la posición todos los días durante los 6 meses. Al mismo tiempo, el banco debe pactar un OIS donde paga la tasa fija y recibe la variable. De esta forma los pagos variables se compensan, quedando sólo el pago de la tasa fija.

76. **El volumen de transacciones en el mercado cambiario de la banca con sus clientes que no involucran al Nuevo Sol se incrementó en 13% debido al aumento de la negociación en el mercado *spot* y *forward*.** La mayor negociación en el mercado *spot* se debió al aumento de las operaciones de euros y pesos mexicanos con clientes locales, y a la mayor negociación de yenes con no residentes. La mayor negociación en el mercado *forward* se debió al aumento de las operaciones de pesos colombianos con no residentes.

Cuadro 3.3
OPERACIONES DE LA BANCA EN EL MERCADO DE DIVISAS CON EL PÚBLICO
(Millones de US\$)

Divisas	US\$ contra divisa			
	Spot		Forward	
	Abr.12-Set.12	Oct.12-Mar.13	Abr.12-Set.12	Oct.12-Mar.13
AUD	95	50	12	7
BRL	497	461	476	317
CAD	589	247	32	18
CHF	35	51	1	3
CLP	26	5	10	57
CNY	0	1		
COP	62	57	107	610
DKK	1	1		
EUR	6 076	6 388	2 392	2 436
GBP	252	398	89	186
JPY	170	389	76	162
MXN	422	1 188	764	723
NOK	2	3	-	0
SEK	14	17	-	1
Total	8 242	9 258	3 960	4 520

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





IV. SISTEMAS DE PAGOS

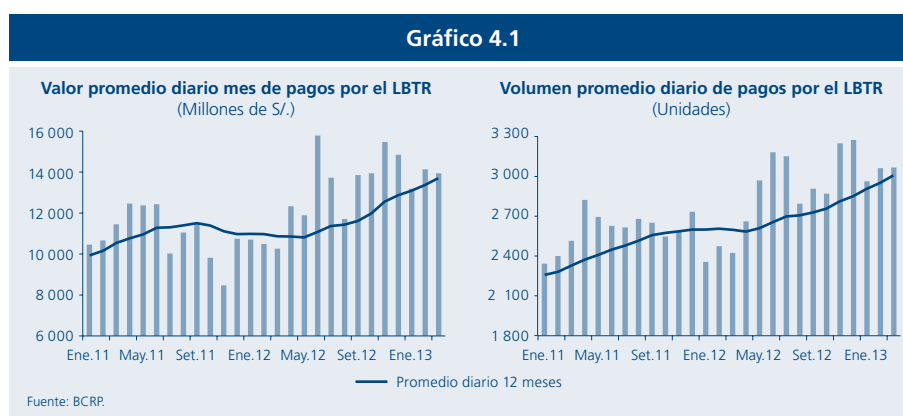
77. Los Sistemas de Pagos registraron un significativo crecimiento tanto en el valor como en el volumen de sus transferencias, como reflejo del dinamismo de la actividad económica y de una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte del público, en un contexto en el que la banca cuenta con mayores recursos líquidos para atender sus obligaciones en los sistemas de pagos.

Cuadro 4.1 SISTEMAS DE PAGOS DE IMPORTANCIA SISTÉMICA (Promedio Diario)*								
Sistemas	2011 (1)	2012 (2)	Últimos 12 meses		Enero-Marzo		Var. %	
			Mar.12 (3)	Mar.13 (4)	2012 (5)	2013 (6)	(4)/(3)	(6)/(5)
Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)								
Valor (mill. S/.)	10 957	12 870	10 856	13 708	10 480	13 727	26,3	31,0
Volumen (unidades)	2 598	2 852	2 597	3 010	2 415	3 027	15,9	25,3
Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)								
Valor (mill. S/.)	129	170	147	171	169	171	16,4	1,4
Volumen (unidades)	1 449	1 013	1 344	916	1 312	938	-31,8	-28,5
Rueda de Bolsa								
Valor (mill. S/.)	73	69	67	68	55	50	0,8	-9,1
Volumen (unidades)	1 429	976	1 316	881	1 270	904	-33,0	-28,8
Valores del Gob.								
Valor (mill. S/.)	56	101	79	103	114	121	29,6	6,5
Volumen (unidades)	19	37	29	35	42	34	23,5	-18,2
Cámara de Compensación Electrónica (CCE)								
Valor (mill. S/.)	823	878	854	885	875	899	3,6	2,8
Volumen (unidades)	49 210	55 433	50 990	56 833	50 742	56 132	11,5	10,6
Cheques								
Valor (mill. S/.)	669	675	686	669	695	670	-2,5	-3,6
Volumen (unidades)	33 095	33 244	33 306	33 173	32 183	31 844	-0,4	-1,1
Transferencias de Crédito								
Valor (mill. S/.)	155	203	168	216	179	229	28,2	27,5
Volumen (unidades)	16 115	22 189	17 685	23 660	18 559	24 288	33,8	30,9
TOTAL								
Valor (mill. S/.)	11 909	13 918	11 857	14 763	11 523	14 797	24,5	28,4
Volumen (unidades)	53 257	59 298	54 932	60 759	54 470	60 097	10,6	10,3

* Valores en moneda nacional y moneda extranjera expresados en nuevos soles.
Fuente: BCRP.

78. En el período de doce meses que terminó en marzo de 2013, el Sistema LBTR registró un incremento significativo de 26,3% en el valor de las transferencias.

Tras la pérdida de dinamismo en el valor de las transferencias registrada en 2011, durante 2012 se observó una recuperación que se acentuó en el primer trimestre del presente año. El volumen de operaciones también tuvo un mayor dinamismo, alcanzando una tasa de crecimiento de 15,9% en los últimos doce meses.



79. **En el primer trimestre de 2013, el ratio de obligaciones sobre recursos líquidos en moneda nacional de la banca presentó niveles inferiores a los registrados en 2012, que refleja una mayor capacidad para atender sus obligaciones en los Sistemas de Pagos.**



El ratio de obligaciones sobre recursos líquidos en moneda nacional 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 éste. Así, niveles del ratio por debajo de 1 son señales de holgura de liquidez en los Sistemas de Pagos.

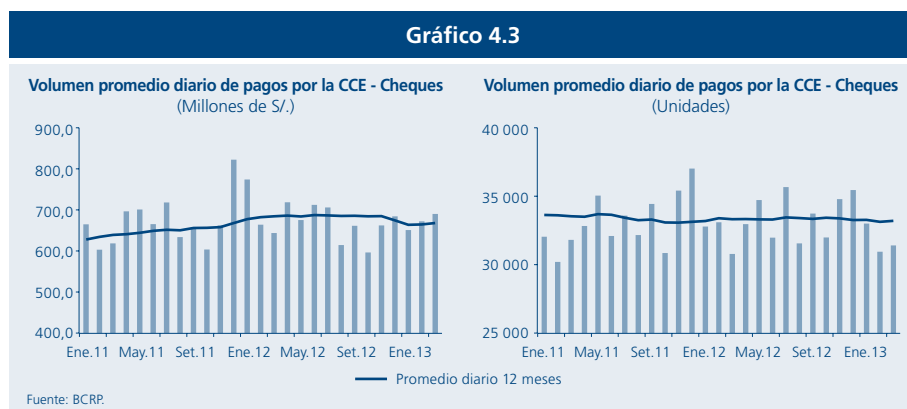
La reducción de dicho ratio se ha registrado en un contexto de modificaciones del régimen de encaje y aumento de las tenencias de valores y depósitos en el BCRP por parte de la banca. Dicha reducción refleja un menor riesgo sistémico en el período.

80. **Las comisiones que la banca cobra a sus clientes por transferencias LBTR se han mantenido sin variación en los últimos años a pesar de las mejoras tecnológicas en el Sistema LBTR que han implicado una mayor eficiencia para los participantes.**

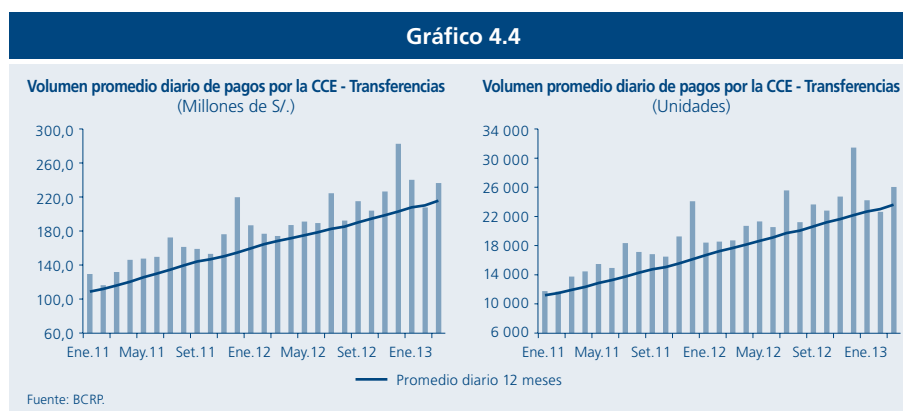
Así, la banca en general cobra a sus clientes alrededor de S/. 20. Ello, a pesar que el Sistema LBTR cobra a los bancos por transferencia antes de las 15:00 horas S/. 2 y luego de esa hora S/. 3 y por las transacciones incrementales respecto al nivel promedio mensual de 2010 cobra S/. 1 y S/. 1,5, respectivamente. Cabe señalar que los bancos BIF, Financiero y HSBC son los que mayores comisiones reportan, superando ampliamente al promedio.

81. **En la CCE, las operaciones procesadas en los últimos doce meses a marzo de 2013 aumentaron en 3,6% y 11,5% en valor y volumen respectivamente, registrando los cheques una contracción, mientras que las transferencias de crédito mantuvieron su dinamismo.**

En el período analizado, se redujo la participación de los cheques en la CCE, así, su volumen cayó de 65,3% a 58,4% en el total de operaciones. Al respecto, sería importante que este instrumento reduzca aún más su participación en este sistema de pagos a favor de instrumentos electrónicos que representan menores costos para las empresas del sistema financiero y sus clientes.



De otro lado, se observa que el volumen de las transferencias de crédito⁷⁶ registró una tasa de crecimiento de 33,8%, reflejo de una mayor aceptación de este instrumento de pago por parte del público.



82. **En el marco de la CCE, las tarifas interbancarias que se cobran entre sí los participantes por transferencias de crédito en moneda nacional registraron en el período un máximo de S/. 280 por el envío de dinero de una plaza a otra y de S/. 840 por transferencias a plazas exclusivas (una sola oferta bancaria en la zona).**

En el REF anterior y en diferentes foros se expresó que dichas tarifas podían ser reducidas. Al respecto, desde marzo del presente año estas tarifas han disminuido para beneficio de los clientes, así como la tarifa interbancaria para transferencias en una misma plaza.

La banca señala como factor principal que explica el nivel de las tarifas cobradas para otra plaza y plaza exclusiva al costo de transporte de efectivo, servicio que prestan en la actualidad solo dos empresas, en un contexto en que el capital mínimo requerido para una nueva empresa de ese tipo es de S/. 16,7 millones, de acuerdo a la Ley de Bancos.

⁷⁶ Las transferencias de crédito pueden ser ordinarias, para el pago de haberes, de proveedores, de CTS y de tarjetas de crédito.





Recuadro 7

EL DESARROLLO DE UNA ESTRATEGIA INTEGRAL PARA LOS PAGOS MINORISTAS

El Grupo de Desarrollo de los Sistemas de Pago del Banco Mundial publicó en octubre de 2012 un marco para el desarrollo de las estrategias nacionales de pagos minoristas⁷⁷, que sirva de guía a las autoridades públicas y a los participantes del mercado en el desarrollo de una reforma integral de dichos pagos.

Durante las últimas tres décadas, la modernización de los sistemas de pagos ha sido la característica predominante de los programas de reforma del sector financiero emprendido por diversos países. En muchos casos dichos programas han sido liderados por los bancos centrales dado sus objetivos de resguardar la estabilidad financiera a través de políticas y medidas que garanticen la seguridad y solidez del sistema financiero y mantengan la confianza en la moneda.

Muchos países han implementado reformas exitosas en sus sistemas de pagos de alto valor. Sin embargo, el sector de los pagos minoristas, principalmente en países con bajo o mediano nivel de PBI per cápita, aún muestra un escaso desarrollo e ineficiencias debido al uso del efectivo como principal medio de pago, lo que genera costos significativos a las economías⁷⁸.

El referido marco presenta objetivos de política pública, lineamientos para la formulación de la estrategia y una descripción de las etapas de implementación de la estrategia.

Objetivos de política

Adicionalmente al objetivo general de desarrollar sistemas de pagos seguros y eficientes, el documento propone que se promueva los siguientes objetivos de política pública:

- i. Acceso fácil y asequible a los servicios de pago (mayor inclusión).
- ii. Disponibilidad de infraestructuras eficientes para procesar los instrumentos de pago y dar soporte a los clientes minoristas.
- iii. Disponibilidad de una variada gama de instrumentos de pago electrónicos que permita al usuario una selección basada en costo, conveniencia, rapidez en el procesamiento y seguridad.

Lineamientos para desarrollar la estrategia

En vista de los desafíos que existen para reformar los pagos minoristas, el documento señala que su modernización requiere de un enfoque integral y estratégico basado en los siguientes seis lineamientos:

- i. El mercado de pagos minoristas debe ser transparente y ofrecer una protección adecuada a los intereses de los pagadores y de los beneficiarios, además de proporcionar un mecanismo costo-efectivo para la resolución de controversias.
- ii. Los pagos minoristas requieren infraestructuras financieras y de comunicación que, entre otras características, sean fiables. Estas infraestructuras incluyen sistemas interbancarios de

77 Developing a Comprehensive National Retail Payments Strategy – Octubre 2012.

78 Estudios del Banco Mundial y de otros autores señalan que un sistema de pagos eficiente puede generar ahorros hasta por el equivalente del 1,5% del PBI.

transferencias electrónicas, plataformas interbancarias de pagos con tarjetas, plataformas de centrales de riesgo, plataformas de data, sistemas de pago bruto de alto valor, infraestructuras de comunicación sólidas e infraestructuras nacionales de identificación.

- iii. Los pagos minoristas deben contar con el soporte de marcos jurídicos y regulatorios adecuados, predecibles y no discriminatorios, que guarden asimismo una debida proporcionalidad con la naturaleza, el tamaño y perfil de riesgo de los diversos tipos de proveedores de servicios de pagos.
- iv. Se debe fomentar condiciones de mercado competitivo en el sector de pagos minoristas, con un balance adecuado entre la cooperación y la competitividad y que conduzca a un adecuado nivel de interoperabilidad en la infraestructura de los pagos minoristas.
- v. Los pagos minoristas deben contar con el soporte de prácticas adecuadas de buen gobierno y gestión de riesgo.
- vi. Las autoridades deben llevar a cabo una vigilancia efectiva del mercado de pagos minoristas, que contemple la posibilidad de tomar medidas proactivas de considerarse apropiado.

Etapas de la formulación de la estrategia

Para la definir e implementar la estrategia, el documento señala, entre otras, las siguientes etapas:

- i. Describir la situación actual.
- ii. Desarrollar un marco apropiado de coordinación con las partes interesadas.
- iii. Desarrollar una visión común sobre el estado deseado del sistema de pagos minoristas que considere los siguientes aspectos:
 - El nivel deseado de penetración de los mecanismos de pagos electrónicos.
 - Reducción de los costos de los pagos minoristas.
 - Proporcionar mecanismos de pago que respondan a los requerimientos de pago de las personas y negocios.
 - Alcanzar niveles adecuados de satisfacción del usuario.
 - Lograr una innovación continua y llevar a cabo mejoras en los pagos minoristas.

Para facilitar el alcance de dicha visión es útil establecer los siguientes objetivos más generales:

- Interoperabilidad en el diseño de los sistemas de pagos minoristas para atender los diversos segmentos de clientes.
- Adecuación a los estándares internacionales aplicables.
- Uso adecuado de las infraestructuras de compensación y liquidación ya establecidas en lugar de crear procesos paralelos.
- Viabilidad comercial en el corto y mediano plazo.

La estrategia definida debe ser implementada en un contexto de trabajo conjunto con las partes interesadas en los pagos minoristas y debe ser sujeto de revisión para evaluar sus resultados y realizar las modificaciones correspondientes.

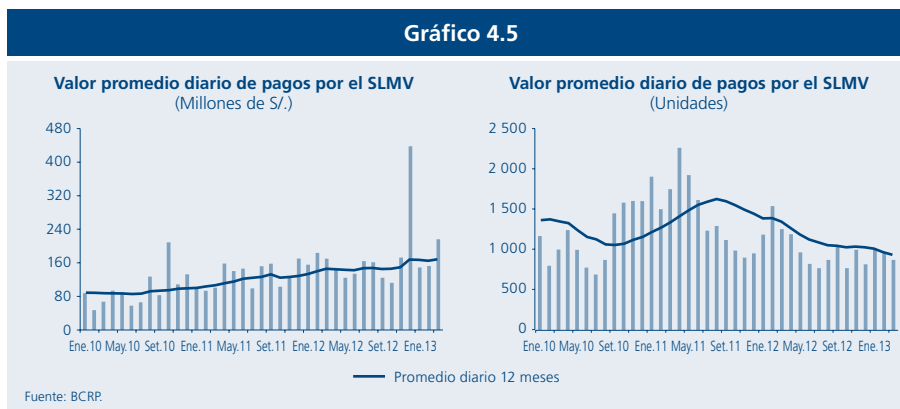




83. **El monto de las operaciones procesadas en el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) creció en 16,4% en el período de doce meses terminado en marzo de 2013; sin embargo, el volumen de las mismas se redujo significativamente (31,8%) debido al menor número de operaciones en rueda de bolsa.**

El crecimiento del valor de operaciones se explica principalmente por las operaciones realizadas con bonos soberanos, los que incrementaron su participación de 54,1% al 60,2% en el valor total de transacciones en el SLMV en el período referido.

Por su parte, el valor de las operaciones de rueda de bolsa liquidadas en el SLMV creció ligeramente en 0,8%, en tanto que el volumen de las mismas se redujo en 33%, debido principalmente a la caída de las operaciones con instrumentos de renta variable.



Dinero Electrónico

84. **En enero del presente año se promulgó la Ley que Regula las Características Básicas del Dinero Electrónico como Instrumento de Inclusión Financiera (Ley N° 29985). Este nuevo medio de pago permitiría dar servicios de pago a las personas que en la actualidad no acceden a los servicios financieros.**

El objeto de la Ley es regular la emisión de dinero electrónico, determinar las empresas autorizadas a emitirlo y establecer el marco regulatorio y de supervisión de las Empresas Emisoras de Dinero Electrónico (EED), que son entidades no financieras.

La Ley define las características del dinero electrónico, señala que lo pueden emitir las empresas del sistema financiero y las EED, establece mecanismos de protección a los usuarios, da a la Superintendencia de Banca y Seguros y AFP (SBS) y al BCRP los roles de supervisión y de regulación en su respectivo ámbito y señala que se

debe asegurar el acceso a los servicios de telecomunicaciones y que el BCRP y la SBS establecerán las condiciones de interoperabilidad en su ámbito regulatorio.

Adicionalmente, dicha norma modifica la Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores para que el BCRP pueda dictar, cuando estime necesario, normas, reglamentos, principios y estándares, así como supervisar su cumplimiento, a los Acuerdos de Pago y Proveedores de Servicios de Pagos, para propender a su funcionamiento seguro y eficiente

En la actualidad, el Ministerio de Economía y la SBS vienen coordinando el reglamento de la mencionada ley para su aprobación, luego de lo cual la SBS promulgará los reglamentos específicos⁷⁹.

85. **El Organismo Supervisor de Inversión Privada en Telecomunicaciones (OSIPTEL), conforme a la Resolución N° 043-2013 de su Consejo Directivo, del 21 de marzo de 2013, publicó en el Diario Oficial El Peruano, para comentarios, el Proyecto de “Normas Relativas al Acceso de los Emisores de Dinero Electrónico a los Servicios de Telecomunicaciones”.**

Dicho proyecto responde a la Segunda Disposición Complementaria Final de la Ley N° 29985, que establece que el OSIPTEL es competente para dictar las disposiciones que garanticen el acceso a los servicios de telecomunicaciones por parte de las empresas que provean servicios financieros, en igualdad de condiciones, y tiene por objeto establecer las normas técnicas, económicas y de procedimiento a las cuales deberán sujetarse los contratos de acceso que celebren los emisores de dinero electrónico y las empresas concesionarias de los servicios públicos de telecomunicaciones.

Instrumentos y Canales de Pago

86. **En el período de doce meses a marzo del presente año, continuó la tendencia creciente en el uso de instrumentos de pago electrónicos por parte del público en transacciones minoristas.**

Adicionalmente a los sistemas de pago de importancia sistémica, cuyas operaciones tienen carácter interbancario, el público también realiza transacciones con instrumentos de pago electrónicos (transferencias de crédito y débitos directos) al interior de los bancos o con tarjetas de pago (débito o crédito), que han registrado un significativo crecimiento en el período.

Así, el número de transferencias de crédito creció 35,4%, siendo el más importante de los instrumentos electrónicos para realizar pagos minoristas. El segundo

79 El Reglamento de la Ley fue publicado mediante Decreto Supremo N° 090-2013-EF, del 14 de mayo de 2013, quedando pendiente la reglamentación específica.





instrumento en importancia en el volumen de operaciones fue la tarjeta de crédito, seguida por la tarjeta de débito, que crecieron 20,2% y 25,6%, respectivamente. Finalmente, se ubica en cuarto lugar el débito directo, que se incrementó en 12,4%.

Cuadro 4.2						
INSTRUMENTOS ELECTRÓNICOS DISTINTOS DE LOS UTILIZADOS EN LOS SISTEMAS DE PAGOS*						
<i>(Valor de transferencias en millones de nuevos soles y número en miles de unidades)</i>						
	Mar.2012 (a)		Mar.2013 (b)		Variación % (b)/(a)	
	Valor	Número	Valor	Número	Valor	Número
Transferencia de Crédito **	2 159	530	2 557	718	18,4	35,4
Tarjetas de Crédito***	99	323	121	388	21,8	20,2
Tarjetas de Débito***	43	272	50	341	17,2	25,6
Débitos Directos**	88	141	118	158	34,1	12,4
Total	2 390	1 265	2 846	1 605	19,1	26,8

* Promedio diario de los últimos doce meses.
 ** Intrabancario.
 *** No se considera retiro de efectivo.
 Fuente: Circular 046-2010-BCRP.

Cabe señalar que por lo general, el público utiliza las tarjetas de débito para realizar pagos de menor monto que los realizados con tarjetas de crédito. Por ejemplo, en el período analizado el valor de la transacción promedio de las tarjetas de débito fue S/. 143, bastante menor al de las tarjetas de crédito, que alcanzó los S/. 312. Además, se ha registrado que el valor de la transacción promedio de la tarjeta de débito⁸⁰ se ha reducido respecto al del período anterior, que fue de S/. 159.

87. **En los últimos 5 años se ha registrado un importante cambio en el uso de canales de atención de la banca, aumentando el peso de los cajeros corresponsales y de los cajeros automáticos para operaciones de transferencias de fondos en general.**

Cuadro 4.3						
PARTICIPACIÓN DE LOS CANALES DE ATENCIÓN EN EL VOLUMEN DE TRANSACCIONES MONETARIAS						
<i>(Porcentaje)</i>						
CANAL DE ATENCIÓN	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ventanilla	46,57	44,85	42,81	37,33	32,18	28,35
Cajero automático (ATM)	20,32	20,51	20,41	22,17	24,05	24,59
Cajeros corresponsales	5,23	7,98	9,67	11,66	13,28	17,56
Terminal punto de venta (POS)	16,25	15,70	16,20	16,09	16,76	15,14
Banca electrónica 1/	6,09	5,84	4,96	5,31	5,47	5,14
Otros 2/	2,98	2,50	2,29	3,46	3,74	4,87
Banca por internet	2,34	2,40	3,41	3,81	4,35	4,20
Banca celular 3/	0,00	0,00	0,04	0,05	0,05	0,10
Banca telefónica 4/	0,22	0,22	0,21	0,13	0,11	0,06
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

1/ Software instalado en empresas.
 2/ Transacciones en monederos electrónicos, dispensadores de monedas, etc.
 3/ Smartphone.
 4/ Transacciones de clientes sólo a través del Sistema de Audio Respuesta o Interactive Voice Response - IVR o grabadora.
 Fuente ASBANC.

- 80 Adicionalmente a la realización de pagos, este instrumento se utiliza principalmente para el retiro de efectivo, ya que su aceptación, así como el de las tarjetas de crédito, para el pago de obligaciones en comercios y otras entidades todavía es limitado.

Se observa una significativa reducción de la participación del canal de ventanilla, que pasó de 46,6% en 2007 a 28,4% en 2012, principalmente a favor de los cajeros corresponsales, que alcanzaron una participación de 17,6% (Ver Cuadro 4.3), luego que en 2007 representaran solo el 5,2% del total. La introducción de este canal ha facilitado el acceso de la población a los servicios financieros (mayor inclusión).

Otro canal que registró un aumento significativo es el cajero automático, que pasó del 20,3% al 24,6% en el período. Al respecto, la mayor parte de las transacciones en este canal corresponden a retiro de efectivo.

La utilización de canales electrónicos como son el Internet, los terminales de punto de venta y el *software* instalado en empresas podría aumentar si se ampliara el número de comercios y empresas que aceptan pagos electrónicos, reduciéndose el traslado de efectivo.





Recuadro 8 PROPUESTA DE REFORMA DEL MARCO REGULATORIO DE LOS SISTEMAS DE PAGOS EN EL REINO UNIDO⁸¹

En marzo de 2013, el Gobierno del Reino Unido presentó una consulta⁸² sobre la reforma de los sistemas de pagos con la finalidad que operen en beneficio de los clientes finales, promuevan y desarrollen los actuales y nuevos servicios de pagos, faciliten la competencia y funcionen de manera estable, fiable y eficiente.

Esta iniciativa obedece a que el órgano asesor gremial de los sistemas de pagos, el *Payment Council*, no ha actuado en debida representación de los intereses de todas las partes involucradas, especialmente de los clientes finales. Ello se debería al rol predominante en la toma de decisiones del *Payment Council* de los principales bancos, quienes son los propietarios de los sistemas más importantes y a la vez sus usuarios.

Otro factor que ha motivado a proponer esta reforma ha sido el descubrimiento de la manipulación indebida de la tasa referencial LIBOR efectuada recientemente por algunos de los bancos de mayor tamaño en provecho propio. Hecho que ha desprestigiado fuertemente al esquema de autorregulación de los servicios financieros que había estado prevaleciendo en el Reino Unido.

Una última fuente de preocupación está vinculada a la existencia de barreras potenciales de acceso al sistema, debido al rol predominante de los bancos grandes en los esquemas de pagos, lo cual podría reducir la competencia. Dichas barreras potenciales pueden presentarse bajo las siguientes formas:

- i. Medidas para frenar la competencia entre los sistemas de pagos y obstaculizar la innovación y el desarrollo.
- ii. Barreras innecesarias a la participación directa.
- iii. Condiciones poco equitativas y transparentes para la participación indirecta.

Como resultado de todo lo señalado, el Gobierno del Reino Unido propuso establecer un regulador económico para los sistemas de pagos para corregir los problemas mencionados. La entidad que debería asumir dicho rol sería una de las siguientes:

- El *Financial Conduct Authority*, creado por la *Financial Services Act* de 2012. Es un regulador financiero independiente con el mandato de promover la competencia, confianza y transparencia en los servicios financieros, así como otorgar una mayor protección a los consumidores de los servicios financieros.
- Uno de los reguladores económicos que existen en la actualidad.

La intención es que la nueva entidad reguladora esté diseñada según el modelo institucional de los reguladores de los servicios públicos. Consecuentemente, un principio clave para la nueva entidad

81 Opening up UK Payments; Tesoro del Reino Unido, marzo 2013. Este documento es la más reciente iniciativa para mejorar la situación de competencia en los sistemas de pagos de parte del Gobierno del Reino Unido.

82 La consulta se aplica a las partes interesadas en los sistemas de pagos: empresas del sistema financiero, proveedores de servicios de pagos, propietarios y operadores de los sistemas de pagos, los comercios, órganos gremiales, asociaciones de consumidores, entre otros.

reguladora es que posea independencia respecto del gobierno para realizar su tarea, lo que confiere certeza y estabilidad a los participantes del mercado.

En cuanto a su alcance, la entidad regularía a los sistemas de pagos conformados por los sistemas de compensación de cheques, por la red interbancaria de cajeros automáticos LINK, por los esquemas de tarjetas de pago y por los siguientes sistemas:

- CHAPS. Sistema de transferencias electrónicas en el mismo día, que se utiliza principalmente para pagos de alto valor.
- BACS. Cámara de Compensación Electrónica del Reino Unido, que procesa transferencias de crédito y débito. Es un sistema de liquidación multilateral neta, donde el beneficiario recibe su pago en 3 días.
- *Faster Payments*. Sistema de liquidación multilateral neta en el cual el beneficiario recibe su pago en el mismo día.

El Gobierno del Reino Unido implementaría un mecanismo que asegure que la regulación alcance a todos los sistemas de pagos relevantes. Para ello, el Tesoro del Reino Unido tendría la facultad de modificar la definición mediante legislación "secundaria", a fin de incorporar los nuevos desarrollos en la infraestructura, procesos y modelos de negocios. También tendría la facultad para excluir de la regulación a los sistemas que sean considerados como no relevantes.

El principal objetivo de la entidad reguladora consistiría en promover los intereses de los usuarios finales, mediante la competencia y la innovación, y asegurar que los sistemas de pagos se mantengan solventes. Los objetivos secundarios serían la transparencia, rendición de cuentas, proporcionalidad, consistencia y revisión continua de la "carga" regulatoria asumida por los sistemas de pagos.

De otra parte, los operadores de los sistemas de pagos y los participantes directos deberían contar con autorizaciones de funcionamiento que los obliguen a suscribir los siguientes principios:

- i. Asignación eficiente y transparente de precios.
- ii. Acceso no discriminatorio.
- iii. Buen gobierno.
- iv. Mantenimiento y desarrollo del sistema de pagos.
- v. Cooperación.

Se debe asegurar que los tarifarios sean transparentes para los usuarios y que se deriven de metodologías equitativas y transparentes. Cada entidad debería presentar su metodología de precios al regulador en caso éste lo solicite, quien lo evaluaría y podría exigir modificaciones de estimarlo apropiado.

Además, el regulador tendría la facultad de establecer tarifas en situaciones específicas. Así por ejemplo, si el regulador opinara que la entidad autorizada no estuviese utilizando una metodología de precios apropiada y ésta no se corrigiera luego de otorgar la debida oportunidad para remediar dicha situación, el regulador estaría facultado para intervenir directamente y establecer las tarifas de acceso.





V. BALANCE DE RIESGOS

88. **El mercado financiero peruano ha mostrado fortaleza, acorde con el incremento de la actividad económica doméstica y pese a los signos de incertidumbre en los mercados financieros globales.**

Desde la publicación del último REF, la incertidumbre del contexto internacional se ha reducido por las medidas adoptadas en los países desarrollados. Asimismo, de acuerdo al *World Economic Outlook* (WEO) del FMI de abril último, las proyecciones de crecimiento para la economía mundial se han corregido levemente a la baja. Se estima un moderado crecimiento en los Estados Unidos y Japón, y una contracción en la Zona del Euro. Sin embargo, en la medida en que subsistan mercados desequilibrios macroeconómicos en las principales economías, el escenario seguiría incierto y sujeto a volatilidad, por lo que se debe estar alerta ante la ocurrencia de posibles escenarios de deterioro que, a través de los canales comerciales y financieros, puedan impactar negativamente a nuestra economía.

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

- a. **Las menores perspectivas de crecimiento en la economía mundial**, las que han afectado las proyecciones para 2013. Según el WEO la proyección de crecimiento de la economía mundial se ha reducido de 3,5% a 3,3%, para el año 2013; y la de Estados Unidos, de 2,1% a 1,9%.

Si bien se evitó la severa contracción fiscal en los Estados Unidos y se espera que se apruebe un nuevo límite de deuda y se alcance un acuerdo respecto a los recortes automáticos de gastos iniciados el 1 de marzo de 2013, todavía resulta necesario implementar medidas adicionales que conduzcan a la consolidación fiscal.

- b. **La incertidumbre proveniente de la Zona Euro**, que continúa siendo el determinante más importante para la evolución de los mercados financieros globales.

En los últimos seis meses, se observa continuas reducciones de las primas por riesgo, con una paulatina reactivación de los mercados de deuda privada y soberana en algunas de las economías de mayor tamaño ubicadas en la periferia. Sin embargo, un factor que genera incertidumbre es un eventual deterioro en el nivel de confianza y de debilidad de los sectores financieros de los países de la Zona Euro que requieran de nuevos compromisos de las autoridades para el fortalecimiento del euro y la consolidación fiscal. Esto es especialmente relevante para países como España y Grecia.

Cabe señalar que, en los últimos meses, las autoridades y mercados europeos vienen expresando una preocupación creciente por los desequilibrios macroeconómicos de países como Bélgica, Francia y Holanda, así como por el posible rescate financiero en Eslovenia. En tal sentido, las perspectivas de la zona aún están marcadas por la incertidumbre.

- c. **Una posible desaceleración de la economía en China**, por eventuales medidas de política más restrictivas para contener un aumento de la inflación, en caso de continuar la subida de precios en el mercado inmobiliario.
 - d. **La alta liquidez en los mercados internacionales**, producto de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados. A ello se suma el reciente anuncio de una política monetaria expansiva en Japón, lo que podría exacerbar aún más esta situación, generando influjos de capitales masivos a las economías emergentes como la peruana.
 - e. **El eventual retiro de los estímulos monetarios de la FED**, que podría conllevar, entre otros, a cambios en la composición del portafolio de los inversionistas globales, afectando el precio de los activos financieros, especialmente el de los *commodities* y el de las divisas.
 - f. **La paulatina corrección del precio de los metales, entre ellos el oro y el cobre, hacia la baja**, ligada a la evolución de las economías avanzadas. Ello podría afectar negativamente nuestros términos de intercambio, por la importante participación que tienen estos metales en nuestras exportaciones.
90. **Un eventual agravamiento de la situación internacional podría conllevar una desaceleración de la actividad económica interna, lo que impactaría negativamente en los indicadores de las empresas y, por consiguiente, en los indicadores de riesgo de crédito de las entidades financieras.**

El deterioro de la situación internacional podría llevar a una reducción de la demanda por nuestras exportaciones y de los términos de intercambio, afectando a su vez el nivel de actividad doméstica y la capacidad de pago de los deudores del sistema financiero.

Asimismo, y en la medida que los inversionistas globales efectúen un rebalanceo de sus portafolios en desmedro de las economías emergentes, para responder a la mayor demanda por liquidez en sus mercados, se podría generar una salida no anticipada y desordenada de capitales en nuestra economía. Ello llevaría a un incremento en la volatilidad de los precios de los activos financieros, afectando





los portafolios de los inversionistas institucionales y, por tanto, la eficiencia del funcionamiento del mercado financiero peruano.

En ese escenario, los segmentos de más bajos ingresos (por ejemplo, las micro y pequeñas empresas) serían los más afectados, pues tienen menos flexibilidad para adecuarse a los cambios del ciclo económico. La menor capacidad de pago de esos deudores, a su vez, podría afectar más rápidamente a las entidades financieras que se especializan en el segmento minorista.

91. **Un aumento de las primas por riesgo de los mercados emergentes podría afectar el desempeño del mercado de capitales doméstico, por la elevada concentración de inversionistas no residentes en la deuda pública peruana.**

Los inversionistas no residentes, que usualmente buscan la rentabilidad derivada de las diferencias entre las tasas de interés internacionales y las domésticas (*carry trade*), han venido incrementando sus tenencias de bonos soberanos en los últimos años⁸³. Esta dinámica se ha visto impulsada por el mayor interés de los inversionistas globales en activos de países emergentes, la mejora en los fundamentos macroeconómicos del Perú, la obtención del grado de inversión, los menores niveles de riesgo – país y la apreciación del Nuevo Sol.

El riesgo asociado a la elevada participación de estos inversionistas está vinculado a la capacidad del mercado de sostener una salida abrupta de los capitales no residentes (por ejemplo, por un súbito deterioro sobre la percepción de riesgo de las economías emergentes), considerando el bajo nivel de liquidez del mercado de deuda pública.

Si el resto de inversionistas que participan en el mercado de deuda pública local (AFP, bancos y compañías de seguros) se ausentaran del mismo o decidieran también vender sus tenencias de bonos soberanos, se produciría una caída significativa en los precios de estos títulos. La subida de los rendimientos en la curva de referencia de la deuda pública se traduciría en una exigencia de tasas de interés más altas de los inversionistas sobre las emisiones de instrumentos de deuda de empresas del sector privado. Incluso, esas tasas de interés exigidas aumentarían aún más si es que se incrementaran las primas por riesgo asociadas⁸⁴ a dichos instrumentos, por un eventual cambio en las expectativas de los inversionistas sobre la fortaleza de la economía en general y de las empresas en particular. El mayor costo financiero podría desincentivar a las empresas a emitir deuda, perjudicando, en mayor medida,

83 Poseen el 57% del total de bonos soberanos a marzo de 2013.

84 Diferencial o spread de un bono del sector privado respecto a un bono soberano equivalente en plazo.

a aquellas que utilizan al mercado de capitales local como una fuente constante de financiamiento.

Cabe recordar que en el segundo semestre de 2008, ante la incertidumbre derivada de la crisis financiera *subprime*, los inversionistas buscaron refugio en activos seguros (*flight to quality*), tales como los instrumentos de deuda de los EE.UU. En el Perú, los inversionistas no residentes que vinieron atraídos por el *carry trade*, hasta el primer trimestre de ese año, vendieron súbitamente sus títulos, llevando las tasas de la deuda soberana a niveles cercanos al 10%.

Asimismo, las tasas de interés de los instrumentos de renta fija privados siguieron una trayectoria notoriamente ascendente, lo que desincentivó las emisiones de deuda de este sector⁸⁵. En el mes más álgido de la crisis (octubre de 2008), se produjeron tres emisiones en dólares por un total de US\$ 33,9 millones (dos instrumentos de corto plazo y un bono subordinado) y una emisión en nuevos soles por S/. 1,7 millones (instrumento de corto plazo).

Al respecto, cabe recordar también el rol estabilizador que jugaron los bancos y las AFP, en el segundo semestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, que aprovechan los momentos de mayor incertidumbre y de retiro de capitales del exterior para incrementar sus posiciones en bonos del gobierno a precios mucho menores a los registrados en los meses previos a que se intensificara la crisis internacional⁸⁶.

92. **Dado el actual escenario internacional y las condiciones económicas domésticas, se espera que la economía peruana continúe creciendo en 2013 y 2014. En este contexto, el riesgo de crédito de la banca, medido por el ratio de la cartera morosa sobre el total de colocaciones, se mantendría en un rango estable.**

En el Reporte de Inflación (RI) de marzo de 2013, el BCRP estima niveles estables de tasas de crecimiento de la economía peruana para 2013 y 2014. Con esta información, el siguiente gráfico presenta la proyección del ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas de la banca, para el periodo marzo 2013 – diciembre 2013,

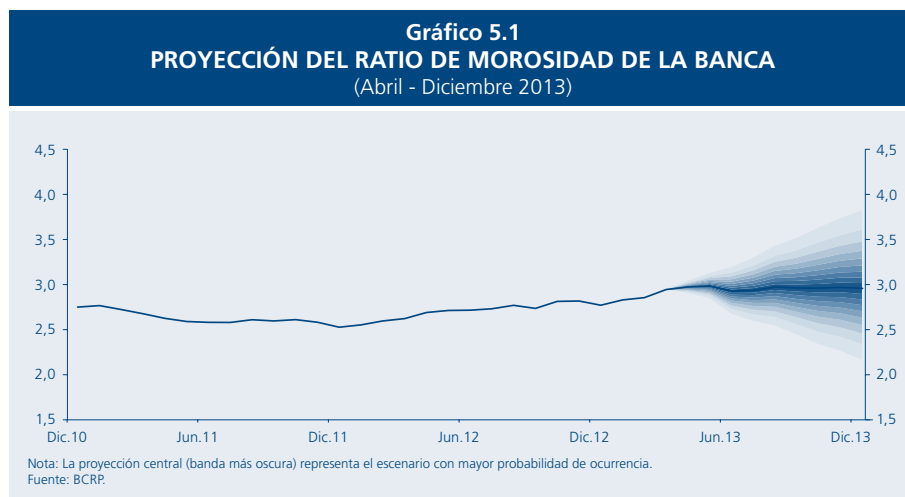
85 Este incremento reflejó las mayores tasas de rendimiento de la deuda del Gobierno y el mayor spread por riesgo crediticio exigido a la deuda del sector privado por los inversionistas locales.

86 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. 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.





en términos de su distribución de posibles resultados (*fan chart*)⁸⁷. Considerando también las proyecciones del tipo de cambio, el escenario más probable de proyección indica que el ratio de morosidad en lo que resta del año fluctuaría en un rango entre 2,93% - 2,98%, siguiendo una trayectoria suave hasta diciembre de 2013.



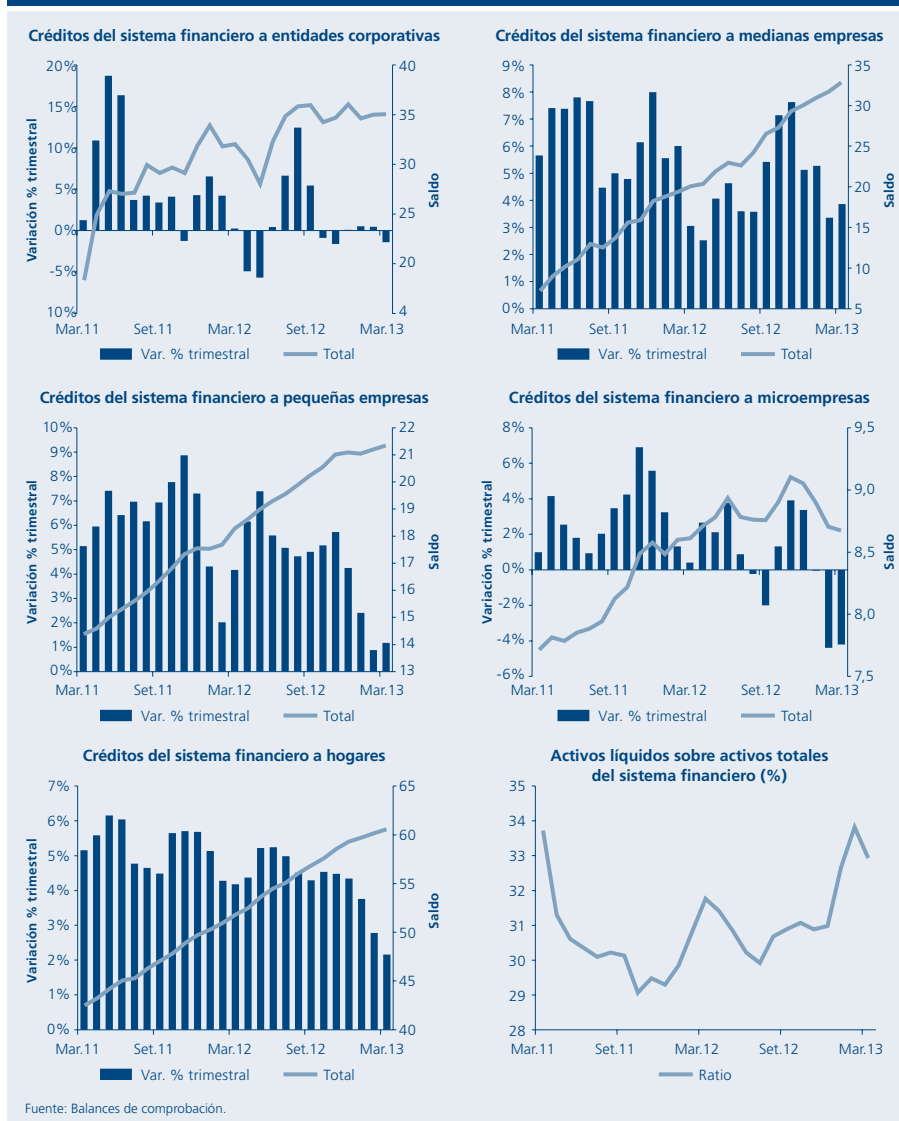
Según las proyecciones del BCRP, el escenario más probable en los próximos nueve meses contempla una tendencia estable en el crecimiento del PBI y una volatilidad moderada del tipo de cambio. La conjunción de ambos factores contribuye a mantener la capacidad de pago de los deudores, razón por la cual se esperaría un ratio de morosidad estable.

93. **Se espera que las colocaciones del sistema financiero continúen con su proceso de crecimiento, aunque a tasas decrecientes, sobre todo en el segmento empresas de mayor tamaño que actualmente vienen accediendo a fuentes de financiamiento en los mercados internacionales.**

En los últimos doce meses, se observa que las colocaciones vienen atenuando su ritmo de crecimiento en todas las modalidades de crédito. La tasa de crecimiento trimestral se redujo moderadamente en los créditos a hogares (de 4,2% a 2,2%) y pequeñas empresas (de 4,2% a 1,2%), aunque aumentó levemente en las medianas empresas (de 3,1% a 3,9%). En el resto de segmentos, la desaceleración de los créditos es aún más significativa, alcanzando tasas decrecientes desde setiembre de 2012, principalmente en corporativos y grandes empresas.

87 El fan chart representa la función de densidad de probabilidad de los valores futuros de una variable.

Gráfico 5.2
CRÉDITO POR TIPO DE ENTIDADES FINANCIERAS Y SU VARIACIÓN TRIMESTRAL
(Millones de nuevos soles)



El estancamiento de los créditos a empresas corporativas se debería, en parte, a que en dicho sector se observa un aumento de la participación de la deuda de largo plazo (emisión de bonos) en sus estructuras de financiamiento. Las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño vienen recurriendo a los mercados de capitales internacionales, debido a que pueden acceder a financiamiento por montos superiores y a costos inferiores a los que obtendrían de una emisión similar en el mercado local.

El proceso de cambio en la estructura de financiamiento de las empresas corporativas implicaría una mayor disponibilidad de recursos de las entidades del sistema





financiero, lo que se sumaría a sus actuales niveles de liquidez (a marzo de 2013, los activos líquidos representan el 33% de los activos totales). Esto conllevaría a un aumento de los fondos prestables para el resto de segmentos, entre ellos, los hogares y las pequeñas empresas.

Por ello, es prudente que las entidades financieras evalúen constantemente los niveles de endeudamiento de sus clientes en esos segmentos, de forma que la asignación de recursos sea eficiente. Asimismo, la supervisión microprudencial debe velar por una adecuada administración de riesgos por parte de las entidades financieras, proporcionando explícitamente lineamientos prudenciales que permitan la sostenibilidad de la presión financiera (cuota mensual de los préstamos sobre el ingreso, ratio fundamental para controlar el sobreendeudamiento) de los deudores minoristas.

94. **La dinámica de crecimiento de los créditos al segmento minorista señala la necesidad de contar con medidas prudenciales que eviten un potencial sobreendeudamiento que, en momentos de estrés, pueda afectar la estabilidad financiera.**

Durante el año 2012, se observa que el crecimiento de los créditos al segmento minorista ha venido acompañado de una disminución en la calidad de los activos. Así, se registraron aumentos del ratio de morosidad de los créditos a la pequeña empresa (de 7,7% a 8,7%) y microempresa (5,4% a 6,1%), así como los créditos de consumo otorgados a través de tarjetas de crédito (5% a 5,7%) en ese período. Inclusive estos niveles de morosidad podrían ser más altos debido a que las entidades financieras suelen realizar castigos de la cartera deteriorada.

Por ello, las entidades financieras deben actuar prudentemente en el otorgamiento y monitoreo de los créditos a segmentos minoristas a fin de evitar un posible sobreendeudamiento de sus clientes y/o una excesiva flexibilización de las condiciones crediticias que permita que malos clientes accedan a créditos, lo que en extremo podría menoscabar la estabilidad financiera. Así, podrían adoptar una política más conservadora para el aumento de las líneas de tarjeta de crédito, de modo que la línea autorizada guarde armonía con la capacidad de pago y el perfil de gasto del deudor. Asimismo, deben evaluar el riesgo de crédito de sus carteras, contemplando escenarios de menor dinamismo de la economía peruana, lo que es especialmente relevante considerando la débil situación del entorno internacional.

Es también importante que las entidades financieras continúen haciendo denotados esfuerzos por actualizar el dato de ingresos de sus deudores. Actualmente, se observa que algunas entidades no requieren de la actualización del ingreso del deudor en caso de renovación de tarjetas de crédito, aunque si lo hacen para el caso de tarjetas de crédito adicionales. Por ello, es prudente armonizar la política crediticia a fin de evaluar de manera eficiente el riesgo de crédito inherente a deudores de este

segmento, principalmente los de bajos ingresos, que son más vulnerables a cambios en el ciclo económico.

Por otra parte, las medidas prudenciales pueden ayudar a atenuar un potencial sobreendeudamiento en el segmento consumo. En noviembre de 2012, la SBS publicó un reglamento que incrementa los requerimientos de patrimonio efectivo para los créditos de consumo de mayor plazo de vencimiento y los de la modalidad por convenio⁸⁸, así como los otorgados a través de tarjetas de crédito, en función al plazo de amortización de estos préstamos.

95. **El riesgo cambiario crediticio (RCC) del sistema financiero podría activarse ante bruscas variaciones del tipo de cambio, por un potencial deterioro de la situación internacional o por una recomposición de portafolio de los inversionistas globales, que los lleve a reducir su participación en los mercados emergentes.**

Eventuales depreciaciones abruptas podrían afectar la capacidad de pago de aquellos deudores que generan sus ingresos en moneda nacional y que mantienen sus obligaciones en moneda extranjera, encareciéndose los pasivos en términos de la moneda doméstica. Ello podría generar un incremento en la morosidad de los créditos otorgados por las entidades financieras.

En los últimos años, la dolarización de los créditos del sistema financiero se ha reducido de manera sostenida, aunque la banca aún registra un elevado ratio de dolarización de sus colocaciones (42,1% a marzo de 2013)⁸⁹. En relación a la deuda de las empresas, la dolarización es alta en los créditos a las empresas de mayor tamaño, las cuales tienen mayor conocimiento y capacidad para realizar coberturas cambiarias. En el caso de la deuda de los hogares, los créditos vehiculares e hipotecarios registran los más altos niveles de dolarización (74,6% y 44%, respectivamente).

Esta vulnerabilidad del sistema financiero se debe a que las entidades financieras no internalizan los riesgos asociados al descalce de monedas de sus clientes. Al otorgar créditos en dólares, las entidades financieras trasladan el riesgo cambiario a los deudores que generan ingresos en moneda nacional, los que podrían ver afectado su capacidad de pago ante escenarios de fuerte depreciación de la moneda nacional.

Por ello, se debe hacer un constante seguimiento de la dolarización de los créditos vehiculares e hipotecarios. En estos últimos, la exposición al riesgo cambiario de

88 Las entidades financieras podrían tender a considerar a los deudores de la modalidad de préstamo por convenio como de menor riesgo de crédito debido a su característica de cobro directo en la planilla de remuneraciones.

89 En el caso de las entidades no bancarias, la dolarización de sus colocaciones es 7,3%.





los hogares es más relevante, ya que una depreciación de la moneda nacional incrementaría su carga financiera por un largo período (debido al plazo de estos créditos, que puede llegar hasta 30 años).

En ese sentido, se ha venido implementando medidas prudenciales que puedan ayudar a disminuir la preferencia por el endeudamiento en moneda extranjera. Al respecto, se han tomado medidas para elevar los requerimientos de encaje en dólares (tasas de encaje adicionales de 0,75 puntos porcentuales y 1,5 puntos porcentuales) para las entidades financieras, cuyo crecimiento de sus créditos vehiculares e hipotecarios en dólares superen, a partir de febrero de 2013, determinados niveles (10% y 20%, respectivamente).

Asimismo, se vienen estableciendo medidas prudenciales a fin que los créditos en moneda extranjera reflejen, de manera más adecuada, el nivel de riesgo que conllevan. Así, la SBS publicó un reglamento que exige mayores requerimientos de patrimonio efectivo por créditos expuestos al RCC. Además, ha prepublicado un proyecto de reglamento que propone una provisión adicional por exposición al RCC. Este esquema reemplazaría al actual, que solamente considera este tipo de provisiones como una 'penalidad' para aquellas entidades que, a criterio de la SBS, no cumplen con evaluar adecuadamente el RCC.

Adicionalmente, sería recomendable evaluar la conveniencia que los créditos en dólares incorporen una cobertura cambiaria, de modo que permita a las entidades financieras establecer un programa de pagos en nuevos soles para los deudores que generan ingresos en moneda nacional. Con ello, el riesgo cambiario será internalizado por los deudores y retenido por una de las partes en mejor posición de administrarlo como son las entidades financieras, que tienen mayor conocimiento para realizar coberturas cambiarias que sus deudores. La internalización ocurre por el hecho que las entidades financieras deberían incrementar el costo del crédito en dólares para incluir el costo de las coberturas cambiarias implícito en esta operación.

Recuadro 9 RIESGO CAMBIARIO CREDITICIO

El objetivo de este recuadro es plantear una forma de medir el Riesgo Cambiario Crediticio (RCC) que enfrentan las entidades financieras. El RCC está asociado al hecho de que, ante una depreciación abrupta del tipo de cambio, los prestatarios que generan sus ingresos en moneda doméstica incumplan el pago de sus créditos en moneda extranjera debido a un encarecimiento de sus cuotas mensuales⁹⁰. En estos casos, una depreciación abrupta de la moneda doméstica incrementa la cuota mensual de los prestatarios (en términos de moneda nacional), con lo que la probabilidad de incumplimiento aumenta, esto es, la cartera morosa de los créditos en moneda extranjera se incrementa.

En el contexto actual, la tendencia apreciatoria del tipo de cambio del Nuevo Sol con respecto al dólar ha venido incentivando a los prestatarios que generan sus ingresos en nuevos soles a tomar créditos en moneda extranjera, para así beneficiarse de un crédito con una menor cuota mensual. Dicha tendencia apreciatoria del Nuevo Sol está asociada al ingreso de dólares en la economía, el cual se explica por el incremento de la cantidad de dinero por parte de los bancos centrales de países desarrollados (EE.UU., Europa y Japón) y las condiciones macroeconómicas favorables de la economía peruana que viene recibiendo grandes flujos de inversión directa extranjera. Esta mayor oferta de dólares es una de las principales fuentes de expansión del crédito denominados en dólares de EE.UU. del sistema financiero.

La cartera morosa está determinada por factores microeconómicos por el lado de las entidades financieras (tecnología de administración del riesgo crediticio de cada entidad financiera) y de los prestatarios (condiciones del mercado en que operan las empresas, así como la situación del mercado laboral en el caso de las familias); por factores macroeconómicos (actividad económica, empleo, tipo de cambio, etc.); y, otros factores propios del sistema financiero como su marco legal.

En el caso de los créditos en moneda extranjera, el efecto del tipo de cambio sobre la cartera morosa puede ser importante. Debido a que el 42% de los créditos está denominado en dólares de EE.UU., resulta importante cuantificar el impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre la cartera morosa en moneda extranjera.

Para ello, se analiza la relación dinámica entre la cartera morosa en moneda extranjera, el tipo de cambio y el PBI real (medidas como variaciones porcentuales anuales), a través de un vector autorregresivo (VAR por sus siglas en inglés)⁹¹. A partir de esta relación, se analiza el impacto de un choque exógeno en la aceleración de la depreciación anual del tipo de cambio⁹² sobre la variación anual de la cartera morosa en moneda extranjera.

Utilizando información mensual para el período enero 2001 – diciembre 2012, se estiman vectores autorregresivos para la cartera morosa en moneda extranjera, distinguiendo tres tipos de cartera: (i) los créditos totales del sistema financiero; (ii) los créditos a las empresas (corporativos,

90 Si el prestatario se endeuda en la misma moneda en que percibe sus ingresos, entonces no hay exposición a este riesgo.

91 Debido a que las series consideradas no son estacionarias en la muestra analizada, el VAR se estima en primeras diferencias.

92 El choque analizado es tal que afecta la variación anual del tipo de cambio.





grandes, medianas, pequeñas y microempresas); y, (iii) los créditos a los hogares (consumo e hipotecario).

El gráfico muestra la evolución de la respuesta de cada tipo de cartera morosa (variación anual) ante un aumento exógeno en la velocidad de depreciación de la moneda local⁹³. Específicamente, se analiza el impacto que tiene el aumento en una desviación estándar de la tasa de variación anual del tipo de cambio sobre la tasa de variación anual de la cartera morosa en moneda extranjera (total, empresas y hogares).

Los resultados indican que ante una aceleración en la depreciación anual de la moneda local en una desviación estándar (1,2% aproximadamente), la cartera morosa en moneda extranjera aumenta en todos los casos considerados; sin embargo, el efecto del choque analizado es mayor en las empresas que en los hogares. En el caso de las empresas, el efecto máximo sobre la cartera morosa es de 2,17% en términos anuales y se alcanza luego de 9 meses, aproximadamente, desde que ocurrió el choque cambiario; mientras que en el caso de los hogares, el efecto máximo es de 1,46% en términos anuales y se alcanza luego de 13 meses, aproximadamente. Ello puede estar asociado a que los créditos a las empresas tienen un mayor nivel de dolarización que los créditos a los hogares, por lo que tendrían una mayor sensibilidad a variaciones en el tipo de cambio.

Otra posible explicación de estos resultados es que una aceleración de la depreciación puede afectar la capacidad de pago de las empresas, además, a través de un aumento en sus costos de producción si estos están en dólares (por ejemplo, insumos importados). Alternativamente, es posible que la serie de morosidad de los créditos a hogares no refleje completamente el deterioro en su capacidad de pago, pues los créditos de consumo con un atraso de pago de más de 120 días son usualmente "castigados"⁹⁴, aunque un atenuante es que dichos créditos se otorgan principalmente en moneda nacional.

En resumen, la evidencia sugiere que una mayor depreciación tiene consecuencias adversas sobre la cartera morosa en moneda extranjera, tanto de empresas como de hogares. Por lo tanto, es importante que los reguladores del sistema financiero continúen tomando medidas para atenuar la exposición al RCC en un contexto de apreciación del tipo de cambio, que puede incentivar una mayor demanda por créditos en moneda extranjera.

En ese sentido, en noviembre de 2012, la SBS en coordinación con el BCRP estableció medidas para elevar los factores de ponderación de riesgo de crédito en el cálculo del patrimonio efectivo, correspondientes a los créditos en moneda extranjera otorgados a los deudores cuyos ingresos están denominados en moneda nacional (Resolución SBS N° 8548-2012); además, publicó un Proyecto de Resolución para modificar el Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones, referido al requerimiento de provisiones genéricas por riesgo cambiario crediticio.

93 La metodología y los resultados se basan en Espino y Lahura (2013), "La dinámica de la cartera morosa en moneda extranjera y el tipo de cambio: el caso peruano". Mimeo.

94 La entidad financiera puede proceder al castigo de un crédito otorgado a un deudor con una clasificación de riesgo "Pérdida" (con un atraso de pago mayor a 120 días), íntegramente provisionado, cuando exista evidencia real y comprobable de su irrecuperabilidad o cuando el monto del crédito no justifique iniciar acción judicial o arbitral. El castigo implica que el crédito se retira del balance junto con las provisiones específicas constituidas por dicho crédito, lo que automáticamente reduce el saldo de cartera morosa y, por ende, el ratio de morosidad.



96. **Las empresas corporativas que vienen realizando emisiones de deuda en el mercado internacional, y cuyos flujos de caja dependen de la demanda interna, deben incorporar y evaluar el riesgo de su descalce de monedas.**

Un creciente número de empresas corporativas peruanas viene realizando emisiones de bonos ("senior notes") en el mercado internacional, beneficiándose de tasas de interés internacionales excepcionalmente bajas y diversificando sus fuentes de financiamiento. Entre las empresas emisoras se encuentran empresas mineras y





pesqueras, así como empresas de sectores ligados a la demanda interna (consumo masivo, *retail*, sector construcción, entre otros). En estas últimas, el riesgo cambiario es importante, ya que mantienen pasivos en dólares y generan ingresos en nuevos soles.

Por ello, es importante que realicen una administración eficiente del riesgo cambiario, accediendo al mercado de derivados a efectos de realizar las coberturas pertinentes. Cabe señalar que la estabilidad macroeconómica del Perú proporciona el escenario propicio para el desarrollo del mercado de derivados de cobertura que, en los últimos años, ha mostrando un crecimiento relevante, ya que permite realizar coberturas cambiarias de mediano e incluso de largo plazo (por ejemplo, operación *forward* de 5 años).

97. **El mercado de capitales doméstico continúa presentando pocas oportunidades de inversión, lo que dificulta la administración eficiente de los portafolios de los inversionistas institucionales. Ello impactaría en una menor rentabilidad futura de los mismos.**

La falta de suficientes activos financieros en el mercado doméstico para el nivel de demanda existente hace que los inversionistas prefieran mantener hasta su vencimiento los instrumentos adquiridos, y así evitar el riesgo de reinversión. Asimismo, la concentración de los activos financieros en pocos inversionistas limita la liquidez de dichos instrumentos y su negociación en el mercado secundario.

En particular, para el caso del sistema privado de pensiones se requiere de una flexibilización de la normativa relacionada a sus inversiones y de una agilización de su proceso de autorización y registro de instrumentos financieros disponibles para inversión. La actual normativa de la SBS restringe las posibilidades de inversión de las AFP, lo que lleva a que los portafolios administrados presenten una elevada concentración por emisores e instrumentos.

En lugar de una autorización específica de la SBS, de instrumento por instrumento, las AFP deberían poder invertir sin la necesidad de comunicarle previamente a la SBS su decisión de inversión, una vez que ellas mismas verifiquen que los instrumentos cumplen con los criterios generales establecidos. De esta forma, no se debería requerir un registro previo del instrumento en la SBS; la revisión del cumplimiento de los requisitos establecidos debería ser *ex – post*. Ello permitiría que los portafolios de los fondos de pensiones se diferencien entre sí, ya que se evitaría que las AFP copien sus estrategias de inversión entre sí. De este modo, se incrementaría la competencia del Sistema Privado de Pensiones vía rentabilidades diferenciadas y se ayudaría a profundizar el desarrollo del mercado de capitales.

Si bien una alternativa de inversión para las AFP es el financiamiento de proyectos de infraestructura pública, la inversión de las AFP en este sector está limitada por los extensos plazos en la estructuración de los proyectos y en la entrega de las concesiones.

98. **El desarrollo futuro del mercado de capitales peruano y el enfoque de los reguladores debe centrarse en fomentar la participación y facilitar las emisiones de valores de las empresas corporativas que no acceden a financiamiento del exterior, y de las grandes empresas.**

Las principales empresas corporativas peruanas, usuales emisoras en el mercado doméstico de capitales, están muy activas en la emisión de instrumentos financieros en el mercado internacional, aprovechando la coyuntura de elevada liquidez y de bajas tasas de interés. Sin embargo, esta actividad tiene un efecto colateral en el desarrollo del mercado doméstico de capitales, que hace cada vez más relevante la introducción de medidas que fomenten la participación de nuevos emisores.

Por ello, es importante difundir en las empresas grandes y medianas las ventajas de obtener financiamiento a través del mercado de capitales como de los requisitos que deben cumplir para ello. La emisión de instrumentos financieros (bonos o acciones) permitiría a estas empresas reducir su costo de fondeo y diversificar sus fuentes de financiamiento. La incorporación de dichas empresas al mercado de capitales requeriría que ellas realicen mejoras en sus estándares de gobierno corporativo y de transparencia de la información⁹⁵.

Una medida que propicia la transparencia de la información es la implementación de la central de balances. Así, las empresas, cuyas ventas anuales o activos totales excedan las 3 mil Unidades Impositivas Tributarias, equivalentes a S/. 10,95 millones, deberán remitir sus estados financieros auditados a la SMV. Asimismo, se han publicado los reglamentos sobre la presentación de estos estados financieros, los que serán de acceso al público⁹⁶. Estas disposiciones son positivas, pues permite que esas empresas sean más conocidas en el mercado de capitales, facilitándose así la búsqueda de financiamiento según sus necesidades (la mayor visibilidad permitiría que los intermediarios financieros puedan plantearles estructuraciones de deuda).

95 Un factor que limita que existan mayores emisiones es la poca disposición de las empresas de revelar información de sus estados financieros y hechos de importancia sobre la evolución de sus negocios.

96 La regulación vigente incluye la Ley N° 29720 (Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales", publicada el 25 de junio de 2011) y las Resoluciones SMV N° 011-2012 y N° 052-2013. Esta última, publicada el 3 de febrero de 2013, aprueba los formatos para la presentación de los estados financieros auditados.





La creación del Mercado Alternativo de Valores (MAV) permitirá reducir los costos de entrada al mercado de capitales. Ello debido a que la simplificación del proceso de emisión, los menores costos exigidos y los menores requisitos de información financiera, permitirá que empresas, cuyas ventas anuales no han superado los S/. 200 millones en promedio en los últimos tres años, se interesen en ingresar al mercado de capitales. Así, las empresas podrán obtener financiamiento al realizar sus ofertas públicas primarias de instrumentos de corto plazo y sus ofertas públicas secundarias de acciones e instrumentos de corto plazo en el MAV.

Por otra parte, sería conveniente evaluar si la actual regulación desincentiva que los inversionistas institucionales adquieran instrumentos con mayores niveles de riesgo. Por ejemplo, el encaje exigido a las AFP, que está en función directa del nivel de riesgo de los instrumentos de la cartera, podría estar desmotivando que éstas adquieran instrumentos clasificados con un nivel inferior a AA-. En el caso de empresas de seguros, sería recomendable evaluar la conveniencia de permitirles la adquisición de instrumentos clasificados inferiores al grado de inversión para cubrir sus obligaciones técnicas, estableciendo un límite prudencial para ello y fortaleciendo su supervisión basada en la gestión de riesgos.

99. **También se requiere un marco jurídico adecuado, predecible y estable, por lo que se deben identificar y eliminar las trabas que afectan el desarrollo de los mercados financieros, lo que se refleja en el incremento de los costos de estructuración y ejecución, en el incremento del retorno exigido a los emisores y la dificultad de realizar coberturas de riesgos adecuadas.**

El marco legal y regulatorio debe asegurar el respeto a los derechos de propiedad, garantizar el proceso de ejecución de los contratos en caso de incumplimiento y brindar mecanismos de resolución de conflictos ágiles y claros. Para ello, se requiere estabilidad en las reglas y el equilibrio entre los derechos de los deudores y acreedores. En esta línea, sería recomendable revisar el actual sistema de insolvencia en el Perú, de modo que permita afrontar adecuadamente las situaciones de inviabilidad que puedan surgir durante futuros períodos de desaceleración y recesión económica. En estos períodos, usualmente crece el número de empresas que solicitan acogerse a dicho sistema, como ocurrió, por ejemplo, en los años de la propagación de la crisis asiática en nuestro país, desde 1997 al 2001, cuando se hicieron evidentes las limitaciones y deficiencias del sistema.

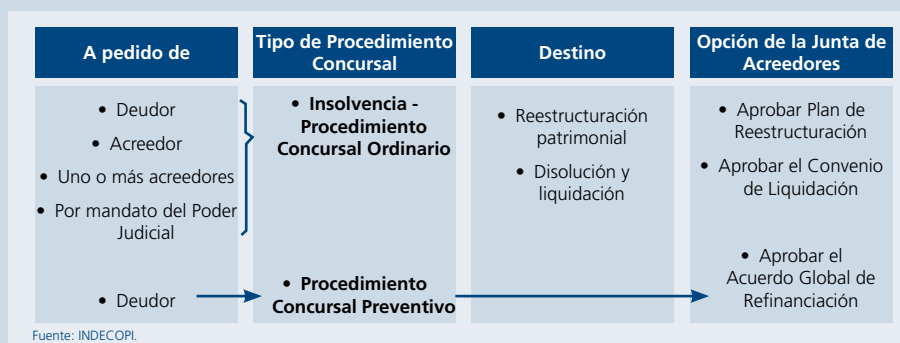
Recuadro 10 CONSIDERACIONES SOBRE EL SISTEMA DE INSOLVENCIA EN EL PERÚ

Un régimen de insolvencia es el marco legal que permite evaluar la viabilidad de empresas con problemas para enfrentar sus obligaciones financieras, con el objetivo de definir su permanencia o su cierre definitivo. En el Perú, el sistema de insolvencia se denomina Sistema Concursal (SC) y se rige por la Ley General del Sistema Concursal, Ley 27809 y sus modificatorias.

Los objetivos del SC son la protección del crédito y del patrimonio de la empresa. Para lograr estos objetivos, los procedimientos concursales tienen por finalidad propiciar un ambiente idóneo para la negociación entre los acreedores y el deudor, que les permita llegar a un acuerdo de reestructuración o, en su defecto, a la salida ordenada del mercado, con los menores costos de transacción posibles. Además, la viabilidad de los deudores es definida por los acreedores involucrados, quienes asumen las consecuencias de la decisión adoptada. Además, la experiencia internacional demuestra que el funcionamiento adecuado de los regímenes de insolvencia debe estar necesariamente acompañado por una infraestructura judicial sólida y eficiente.

El SC se basa en la negociación entre deudores y acreedores. Una empresa que se encuentre en una situación de insolvencia y busque proteger su patrimonio puede presentar su Plan de Rehabilitación a la Junta de Acreedores, la cual decide la permanencia (reestructuración) o salida (disolución y liquidación) de la misma. El Estado, a través del Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de Protección de la Propiedad Intelectual (INDECOPI), actúa como facilitador hasta que se instale la Junta de Acreedores. A partir de ese momento, los acreedores se hacen cargo de la empresa deudora de forma directa, o a través de una empresa administradora.

El SC consta de dos regímenes: el Proceso Concursal Ordinario (PCO), y el Proceso Concursal Preventivo (PCP), los cuales se describen en el Gráfico 1.



El PCO puede iniciarse a pedido del deudor⁹⁷ o del acreedor⁹⁸; y conduce a la instalación de la Junta de Acreedores, la que aprueba el Plan de Reestructuración (cuando decide la continuación de las operaciones de la empresa) o el Convenio de Liquidación (cuando decide que la empresa no siga operando)⁹⁹. De acuerdo a información del INDECOPI, el período que transcurre entre la solicitud de

97 Se debe acreditar que más de un tercio del total de sus obligaciones se encuentren vencidas e impagas por un período mayor a treinta (30) días calendario; o que tenga pérdidas acumuladas, deducidas las reservas, por un importe mayor al tercio del capital social pagado.

98 Uno o varios acreedores impagos cuyos créditos exigibles se encuentren vencidos, no hayan sido pagados dentro de los treinta (30) días siguientes a su vencimiento y que, en conjunto, superen el equivalente a cincuenta (50) Unidades Impositivas Tributarias vigentes a la fecha de presentación (S/. 185 000).

99 Si las pérdidas de la empresa deudora superan el total de su capital social pagado.





acogimiento al SC y la instalación de la Junta de Acreedores es en promedio de 6 meses. Además, en cualquier momento del proceso, la administración puede convocar a la Junta de Acreedores si advierte que no es posible lograr la reestructuración del deudor, a fin de que se pronuncie sobre el inicio de la disolución y liquidación.

El PCP puede iniciarse sólo a instancias del deudor, siempre que la empresa no se encuentre en alguna de las causales que autorizan el inicio del PCO. El objetivo del PCP es que la empresa ingrese al sistema concursal en una etapa temprana de problemas de pagos, teniendo por tanto mayores posibilidades que el acreedor decida la continuación del negocio (reestructuración).

Evaluación del Sistema Concursal

El SC data de 2002, año en que sustituyó al Sistema de Reestructuración Patrimonial (SRP). El SRP había sido sometido a prueba con acontecimientos como la crisis rusa (1998) y el Fenómeno del Niño, que agudizaron los problemas económicos de las empresas no financieras. Bajo estas condiciones, el SRP evidenció diversas deficiencias, tales como la incapacidad del INDECOPI para gestionar la mayor carga procesal; la dilatación del proceso por la presentación de recursos de impugnación de las decisiones del INDECOPI ante el poder judicial; y la solicitud de reconocimiento de acreedores fraudulentos. En consecuencia, el SC surge como un intento de perfeccionamiento del SRP.

Las modificaciones introducidas en el SC incidieron básicamente en los procedimientos administrativos, pero no significaron un cambio de fondo en el régimen concursal. Así, se establecieron una mejor y más detallada descripción del proceso, una reducción de los plazos máximos en cada una de las etapas y una definición más clara de la participación del INDECOPI. Incluso, el SC puso fin al régimen simplificado, que permitía que empresas más pequeñas accedieran al proceso de insolvencia con menores requisitos (menores costos de entrada), por lo que actualmente, en la práctica, éstas no acceden al sistema y están obligadas a buscar soluciones judiciales o extra judiciales.

La deficiencia central del SC está en su diseño pues carece de una autoridad que pueda tomar decisiones que sean de obligatorio cumplimiento para las partes. En un proceso concursal, pueden surgir desavenencias no sólo entre el deudor y los acreedores, sino también entre los propios acreedores. Debido a que el INDECOPI es sólo una instancia administrativa, estas desavenencias suelen traducirse en impugnaciones ante la autoridad judicial, lo que dilata y desnaturaliza el proceso.

Asimismo, el SC tiene como deficiencia que no limita la participación de los acreedores vinculados al deudor en el proceso. Estos acreedores pueden mantener una postura diferente al resto de acreedores, debido a su relación de cercanía con el deudor y su acceso a información privilegiada, lo que podría conducir a conductas de colusión con el deudor que afecten negativamente al resto de acreedores.

Se puede señalar los siguientes aspectos adicionales por mejorar:

- **Altos costos de entrada y mantenimiento del SC para empresas medianas, pequeñas y microempresas.** Si bien el SC ofrece a todas las empresas las mismas alternativas concursales (PCO y PCP), las empresas medianas, pequeñas y micro empresas no suelen entrar al SC¹⁰⁰. En el PCO, la principal razón está en sus costos de entrada (por ejemplo, la exigencia de estados financieros auditados) y en sus costos administrativos (costos de difusión del procedimiento, instalación de la Junta y costos de litigio ante el Poder Judicial).
- **Reconocimiento tardío de créditos.** El SC permite que el acreedor solicite el reconocimiento de su acreencia pasados los 30 días de la difusión del procedimiento concursal, lo que implica retrasos en el proceso (por posibles impugnaciones ante los juzgados ordinarios).

100 De acuerdo a la información recibida de INDECOPI, el SC acoge básicamente solicitudes de grandes empresas y corporaciones.

- **Tratamiento de los acreedores garantizados.** En el caso de Disolución y Liquidación, el SC establece un tercer orden de prelación para los créditos garantizados, detrás de las remuneraciones y beneficios sociales adeudados a los trabajadores y de los créditos alimentarios. En consecuencia, hay incentivos para que el deudor presente a acreedores laborales fraudulentos, con el fin de despojar al resto de acreedores de su derecho sobre el patrimonio en liquidación.
- **Exclusión de las entidades del sector público del SC.** Esto implica un problema de riesgo moral, puesto que la entidad deudora podría asumir una política de endeudamiento irresponsable basada en que el Estado responde por las obligaciones asumidas y, al mismo tiempo, los acreedores podrían prestarle demasiados recursos bajo la misma premisa.

Conclusiones y Recomendaciones

El SC no ha significado un cambio de fondo en el régimen de insolvencia peruano, por lo que los problemas que tuvo el SRP continúan afectando los procesos de insolvencia. Esto constituye un factor de riesgo en caso de que nuestra economía ingrese en una fase de desaceleración, por lo que resulta necesario implementar un conjunto de medidas destinadas a perfeccionar el SC:

- Otorgar al INDECOPI un nivel de autoridad que le permita tomar decisiones y delegar medidas en los procesos de insolvencia, lo que permitiría acortar los plazos actuales de los procesos. Además es importante la introducción de juzgados comerciales especializados en materia concursal que permitan resolver de forma rápida y efectiva las impugnaciones que presenten las partes a las decisiones del INDECOPI.
- Establecer para las medianas, pequeñas y microempresas un régimen simplificado eficiente, de manera que puedan acogerse al SC en caso de problemas de pagos, con plazos abreviados y menos requisitos de entrada.
- Incrementar las posibilidades de reestructuración de empresas mediante la creación de empresas especializadas en el proceso de reestructuración y la generación de incentivos para el surgimiento de un mercado de compra de empresas en reestructuración (por ejemplo a través del desarrollo de los fondos de inversión especializados, lo que permitiría agilizar el proceso concursal).
- Limitar al máximo y dependiendo del caso particular, la actuación, durante el proceso concursal, de los acreedores vinculados al deudor,
- Excluir los bienes otorgados en garantías de la masa concursal, con lo que se lograría el fortalecimiento del sistema de garantías.

100. **Por otra parte, la adecuación de nuestra regulación financiera al proceso de reforma mundial debe permitir y alentar el desarrollo sostenido de nuestros mercados financieros, enfatizando el correcto manejo de riesgos de los intermediarios financieros y el nuevo rol macroprudencial de los reguladores.** En relación a esto último, se observa que diversos gobiernos han venido implementando un conjunto de medidas para establecer un nuevo marco internacional de regulación y de supervisión del sistema financiero, con el objetivo de minimizar la ocurrencia de una nueva crisis sistémica en el futuro y resguardar la estabilidad del sistema financiero.





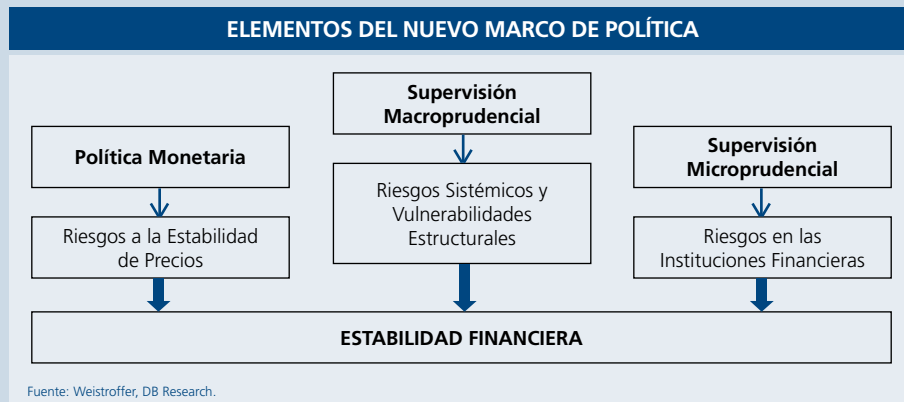
Recuadro 11 REGULACIÓN MACROPRUDENCIAL

La crisis financiera internacional ha llevado a los gobiernos a replantear la regulación y la supervisión de los sistemas financieros, reforzando el monitoreo individual y grupal de las entidades financieras con el objetivo de preservar la estabilidad financiera, estableciéndose para ello la regulación macroprudencial. Si bien no existe una definición estándar de estabilidad financiera, el consenso internacional vincula la estabilidad financiera a la situación en la cual los mercados financieros cumplen satisfactoriamente con su rol de asignación de recursos, incluso en casos de choques económicos o financieros.

La estabilidad financiera se puede alcanzar mediante el logro de los siguientes objetivos de política:

- La solvencia de las entidades financieras, ya que, a diferencia de los inversionistas sofisticados, los pequeños ahorristas no podrían evaluar eficazmente por sí solos la solidez de dichas entidades ni ejercer la disciplina de mercado.
- La eficiencia de los mercados financieros, que permita procesos adecuados de formación de precios, de forma que los individuos estén en condiciones de tomar decisiones óptimas, tanto de inversión y ahorro como de administración y cobertura de riesgos.
- La existencia de una infraestructura financiera, que permita un funcionamiento eficiente de los mercados. Ella es entendida como el conjunto de reglas, instituciones y sistemas en el cual se realizan las actividades financieras de una economía¹⁰¹.
- La mitigación del riesgo sistémico, lo cual requiere el monitoreo del sistema financiero en su conjunto, analizando las interconexiones entre los intermediarios financieros (bancos, compañías de seguro, etc.), para reducir la probabilidad de una crisis de todo el sistema financiero.

La mitigación del riesgo sistémico supone una correcta evaluación (análisis prospectivo) de las amenazas a la estabilidad financiera a nivel de la economía agregada y una adecuada coordinación entre las autoridades responsables. A esta función se le denomina supervisión macroprudencial, en contraste con la supervisión de los riesgos a nivel de instituciones individuales, o supervisión microprudencial.



101 Esta definición incluye el respeto de los derechos de propiedad y la capacidad de ejecutar los contratos; la protección de los derechos de los inversionistas y accionistas minoritarios; y el establecimiento de un sistema de pagos eficiente.

La regulación macroprudencial se basa en el riesgo agregado, que depende de la conducta colectiva de las instituciones financieras. Por contraste, la regulación microprudencial busca limitar el riesgo de quiebra de instituciones individuales, sin incidir en el hecho que las conductas individuales pueden afectar al resto de entidades. Esta distinción es relevante, dado que conductas que individualmente parecen racionales pueden tener en el agregado resultados indeseados, como nos lo muestra la reciente crisis financiera internacional.

Dicha crisis internacional ha puesto también de manifiesto la existencia de un vacío entre la política monetaria y la supervisión microprudencial, considerando los ámbitos y objetivos de cada una de ellas. El consenso internacional sugiere un nuevo marco de política, en donde la regulación macroprudencial permitiría llenar ese vacío, buscando preservar la estabilidad de las entidades del sistema financiero y la estabilidad financiera en general.

En ese sentido, existen sinergias importantes entre la política monetaria y las políticas de supervisión micro y macro prudencial, ya que sus objetivos se encuentran alineados. Por ejemplo, la realización de una adecuada política monetaria requiere de mercados financieros eficientes para que transmitan adecuadamente la tasa de interés que establece el Banco Central. Asimismo, requiere de entidades financieras solventes que efectúen una intermediación financiera prudente a través de políticas responsables de crédito.

Para efectivizar la supervisión macroprudencial, se requiere de un arreglo institucional que permita la regulación y supervisión a nivel macro y micro de los mercados financieros, de las entidades financieras y de la infraestructura financiera subyacente que permita alcanzar la estabilidad financiera. Esa labor debe ser realizada por una autoridad macroprudencial, que tenga capacidad y fortaleza técnica para proponer medidas que tengan efectos en los resultados de las acciones de los agentes, para que no conduzcan a resultados subóptimos.

La experiencia internacional enfatiza el rol del Banco Central en la preservación de la estabilidad financiera, que no se contrapone con el objetivo de estabilidad monetaria. Así, una propuesta de arreglo institucional para la regulación macroprudencial, ha sido la creación de un consejo de estabilidad financiera en diversos países desarrollados, entre ellos:

- En el Reino Unido: el consejo está integrado al banco central y está representado por el Comité de Política Financiera (*Financial Policy Committee* o FPC)¹⁰², que asumiría la regulación macroprudencial. De ser el caso, el FPC podría coordinar la implementación de medidas con el Comité de Política Monetaria.
- En Estados Unidos de América: el consejo es un órgano externo al banco central y está representado por el Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Oversight Council* o FSOC), que es el responsable de la estabilidad financiera, objetivo que anteriormente no se encontraba asignado explícitamente a institución alguna. Este consejo lo conforman el Secretario del Tesoro, el Presidente de Reserva Federal, el responsable de la Comisión de Valores, entre otros.

102 En el 2010 se estableció la eliminación del FSA (Financial Services Authority) y la creación de tres entidades que asumirán sus funciones: el FPC como autoridad macroprudencial; el PRA (Prudential Regulation Authority), que llevará a cabo la supervisión microprudencial bajo los lineamientos del FPC; y el FCA (Financial Conduct Authority), que se encargará de evaluar la eficiencia de los mercados y la protección del consumidor.





En el Perú prevalece un modelo de supervisión institucional, por el cual el marco legal de las instituciones supervisadas define el ámbito de competencias y los objetivos de supervisión (por ejemplo, la SBS en el sistema financiero y la SMV en el mercado de capitales). Asimismo, no hay un mandato expreso en alguna entidad reguladora respecto a la preservación de la estabilidad financiera como objetivo primordial.

En el caso del BCRP, éste tiene un rol central en la realización de la regulación macroprudencial, ya que cuenta con información sobre el funcionamiento de los mercados financieros, actúa como administrador de liquidez y prestamista de última instancia, regula y supervisa los sistemas de pagos, y ejerce un rol en el monitoreo de los riesgos sistémicos. Sobre esto último, el Banco Central elabora y publica el Reporte de Estabilidad Financiera, en el cual se realiza un análisis de los riesgos que afectan la estabilidad financiera, proponiendo medidas macroprudenciales que apunten a una mejor administración de dichos riesgos.

Anexo 1

CAMBIOS NORMATIVOS

Durante el semestre octubre 2012 – marzo 2013, se publicaron diversas normas y proyectos de norma relacionados a la Preservación de la Estabilidad Financiera, la Promoción del Mercado de Capitales; la Reforma del Sistema Previsional Privado; la Promoción de la Inclusión Financiera; y la Transparencia de la Información y Protección al Consumidor.

Medidas para la Preservación de la Estabilidad Financiera

i. Reglamento para la Gestión del Riesgo de Liquidez

La Resolución SBS N° 9075-2012 (Reglamento para la Gestión del Riesgo de Liquidez, publicado el 7 de diciembre de 2012) busca mejorar el proceso de administración del riesgo de liquidez de las entidades financieras, incorporando las recomendaciones realizadas por el Comité de Basilea. Así, se involucra al Directorio en la gestión del riesgo de liquidez; se crea el Comité de Gestión de Activos y Pasivos; se incorpora nuevos indicadores de riesgo de liquidez, entre ellos, el ratio de cobertura de liquidez (RCL) y el ratio de inversiones líquidas (RIL); y, se amplía y mejora las metodologías para la implementación del plan de contingencia y escenarios de estrés.

El plazo de adecuación es hasta el 1 de octubre de 2013, fecha a partir de la cual quedarán derogadas las siguientes normas: (i) Normas para la Gestión de Tesorería, aprobadas por la Resolución SBS N° 472-2001; y (ii) Presentación de Cuadros de Liquidez por Plazos de Vencimiento y Simulación de Escenario de Estrés y Plan de Contingencia, aprobados por la Circular N° B-2093-2001.

ii. Modificación de los límites a la posición de cambio global y a las operaciones netas de derivados con monedas de las entidades financieras.

La Resolución SBS N° 9076-201, publicada el 10 de diciembre de 2012, reduce los límites máximos para la posición global de sobreventa de las entidades financieras (de 15% a 10% del patrimonio efectivo) y de sobrecompra (de 60% a 50% del patrimonio efectivo). Asimismo, se reduce el valor absoluto de la posición neta en derivados de moneda, de 30% a 20% del patrimonio efectivo y de S/. 350 millones a S/. 300 millones, el que resulte mayor.

iii. Modificación de los límites a la negociación de moneda extranjera en el mercado *spot* y *forward* efectuadas por las AFP.

La Resolución SBS N° 561-2013, publicada el 23 de enero de 2013, reduce los límites máximos por operaciones en moneda extranjera que las AFP pueden realizar en un





día (de 0,85% a 0,75% de la cartera administrada) y en los últimos 5 días útiles (de 1,95% a 1,75% de dicha cartera).

iv. Elevación de los límites de inversión en el exterior del portafolio administrado por las AFP

La Circular N° 015-2013-BCRP, publicada el 5 de abril de 2013, incrementa el límite operativo de inversión en el exterior de los fondos de pensiones administrados por las AFP, de 34% a 36%.

Cabe señalar que, de acuerdo al Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, Decreto Supremo N° 054-97-EF y sus modificatorias, las AFP pueden invertir en el exterior hasta el 50% de los fondos de pensiones (límite legal).

v. Proyecto que modifica el Reglamento de Evaluación y Clasificación del Deudor y Exigencia de Provisiones

Este Proyecto de Resolución, publicado el 27 de noviembre de 2012 en el portal de internet de la SBS, propone: (i) incorporar la exigencia de provisiones genéricas por Riesgo Cambiario Crediticio (RCC)¹⁰³; y (ii) modificar el tratamiento de la clasificación crediticia de los deudores con créditos refinanciados. Asimismo, modifica la versión previa prepublicada por la SBS en su portal de internet el 13 de julio de 2012.

Cabe indicar que la normativa vigente (Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario Crediticio, publicado mediante Resolución SBS N° 41-2005) contempla diversas medidas prudenciales para que las entidades financieras realicen una adecuada la gestión del RCC. Las entidades, que, a juicio de la SBS, no cumplan con las medidas señaladas en el reglamento, están obligadas a constituir provisiones genéricas por RCC.

El proyecto apunta a extender la exigencia de provisiones genéricas a todas las entidades financieras, independientemente de si cumplen o no con las medidas prudenciales señaladas en el reglamento vigente. Así, se propone una tasa mínima de provisión genérica por RCC que varía de acuerdo al tipo de crédito: 0,30% para hipotecarios para vivienda; 0,40% para corporativos, grandes empresas y medianas empresas; y 1,20% para consumo, pequeñas y microempresas. Esta provisión sería aplicable sobre la porción del crédito que no está cubierta por una garantía determinada.

De otro lado, el proyecto propone que para que una entidad financiera pueda mejorar, por primera vez, la clasificación de un deudor refinanciado o reestructurado, y, por lo

103 El RCC se define como la posibilidad de afrontar pérdidas derivadas de incumplimientos de los deudores en el pago de sus obligaciones crediticias producto de descalces entre sus exposiciones netas en moneda extranjera.

tanto, pueda liberar provisiones, es necesario que el deudor haya amortizado por lo menos el 20% de la deuda. Se excluye de esta condición a los créditos que hayan sido objeto de reestructuración o refinanciación por un plazo mayor o igual a 10 años.

vi. Proyecto de Reglamento para la Gestión del Riesgo de Mercado

Este Proyecto de Resolución, publicado el 21 de diciembre de 2012 en el portal de internet de la SBS, busca promover el uso de buenas prácticas en la gestión del riesgo de mercado. Así, se precisan los requerimientos mínimos para la gestión del riesgo de mercado, y las funciones y responsabilidades del Directorio y de la Administración; y se establecen medidas tal como la incorporación de nuevos instrumentos en la definición de la cartera de negociación.

El Proyecto consolidaría tres normativas existentes, los cuales quedarían derogados al entrar en vigencia el Proyecto: (i) el Reglamento para la Supervisión de los Riesgos de Mercado; (ii) el Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario; y (iii) el Reglamento para la Administración del Riesgo de Tasas de Interés y presentación del Anexo N° 7 "Medición del Riesgo de Tasa de Interés".

Medidas para la Promoción del Mercado de Capitales

i. Ampliación de la exoneración del IGV a los intereses

Mediante Ley N° 29966, del 18 de diciembre de 2012, los pagos de intereses (cupones) de los bonos quedan exonerados hasta el 31 de diciembre de 2015 del pago del IGV.

ii. Central de Balances

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) publicó el 3 de febrero de 2013 la Resolución de Superintendencia Adjunta N° 00052-2013, que aprueba los formatos para la presentación de estados financieros, de acuerdo a lo establecido por la Ley N° 29720 (Ley que Promueve las Emisiones de Valores Mobiliarios y Fortalece el Mercado de Capitales, publicada el 25 de junio de 2011).

Las entidades no supervisadas por la SMV, y cuyos ingresos anuales o sus activos totales sean iguales o excedan a tres mil unidades impositivas tributarias, deberán presentar sus estados financieros auditados correspondientes al año 2012. El cronograma de presentación de esta información va del 3 al 28 de junio de 2013 (el plazo más próximo corresponde a las empresas más pequeñas).

iii. Fondos Mutuos

El 25 de marzo de 2013, la SMV publicó la Resolución SMV N° 00008-2013, la cual introduce modificaciones al Reglamento de Fondos Mutuos y sus Sociedades





Administradoras (Resolución CONASEV N° 068-2010-EF/94.01.1), entre las que destacan: i) la ampliación de los canales de distribución de fondos mutuos, incluyendo, además de los bancos, a las entidades no bancarias; ii) la ampliación de las posibilidades de inversión en el exterior, a fin de crear una mayor oferta de fondos mutuos y mejores posibilidades de diversificación de las carteras administradas; y iii) la mejora de la transparencia de la información respecto a la publicidad sobre fondos mutuos que se brinda a los partícipes y a los potenciales inversionistas.

Reforma del Sistema Privado de Pensiones

En los últimos seis meses, la SBS publicó diversos reglamentos de la Ley N° 29903, Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones (SPP).

i. Proceso de Licitación de nuevos Afiliados al SPP

La SBS reglamentó el proceso de licitación de nuevos afiliados al SPP, mediante la Resolución SBS N° 8517-2012 y la Circular N° AFP 128-2012 (ambas del 7 de noviembre de 2012). Así, los trabajadores que se incorporen al SPP a partir del 1 de febrero de 2013, se afiliarán a la AFP que ofrezca la menor comisión en la licitación, con un plazo de permanencia máximo de 24 meses. En la licitación podrán participar las AFP debidamente registradas en la SBS y las AFP en formación (personas jurídicas de capitales nacionales y/o extranjeras que cuenten con certificado de organizar una AFP expedido por la SBS).

ii. Ampliación del plazo para la elección del esquema de comisión

La Resolución SBS N° 2150-2013, publicada el 27 de marzo de 2013, prorrogó el plazo de elección del esquema de comisión (comisión por flujo o comisión mixta) hasta el 31 de mayo de 2013. Asimismo, amplió, hasta el 30 de noviembre de 2013, el plazo para que el afiliado pueda revocar su elección (en caso haya elegido la comisión por flujo).

iii. Reglamentación del Aporte de los Trabajadores Independientes al SPP

El Decreto Supremo N°068-2013-EF, Reglamento de la Ley N° 29903, publicado el 2 de abril de 2013, reglamenta el aporte de los trabajadores independientes menores a 40 años al SPP y dispone la creación del Fondo Educativo del Sistema Privado Previsional (FESIP). Asimismo, establece el plazo para la implementación de la centralización operativa (enero de 2014).

iv. Autorización de funcionamiento a nueva AFP

Mediante Resolución SBS N° 2680-2013, del 6 de mayo de 2013, se autoriza el funcionamiento de la "AFP HABITAT".

Medidas para la Promoción de la Inclusión Financiera

La Ley del Dinero Electrónico, Ley N° 29985, publicada el 17 de enero de 2013, regula la emisión de dinero electrónico y establece el marco regulatorio y de supervisión de las Empresas Emisoras de Dinero Electrónico.

El dinero electrónico es definido como un valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor, el cual tiene las siguientes características: i) es almacenado en un soporte electrónico; es aceptado como medio de pago por entidades o personas distintas del emisor; es emitido por un valor igual a los fondos recibidos; es convertible a dinero en efectivo según el valor monetario del que disponga el titular, al valor nominal; y no constituye depósito y no genera intereses.

La norma señala que solo pueden emitir dinero electrónico las empresas de operaciones múltiples y las empresas emisoras de dinero electrónico. Estas últimas, a su vez, están sujetas a diversas disposiciones, entre ellas: la de realizar solamente operaciones relacionadas a su objeto principal sin conceder créditos con cargo a los fondos recibidos; la de proporcionar información a la Unidad de Inteligencia Financiera; y la de adecuarse a la normativa que se emita en cumplimiento de la Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores.

Medidas para Transparencia de la Información y Protección al Consumidor

i. Ley del Contrato de Seguros

La Ley N° 2994, publicada el 27 de noviembre de 2012, brinda un marco legal para la celebración de los diferentes contratos de seguro y prohíbe las cláusulas y prácticas abusivas por parte de las aseguradoras. Esta Ley entrará en vigencia a partir de los 180 días desde su publicación, el día 25 de mayo de 2013.

La Ley se aplica a todas las clases de seguro (seguro de daños patrimoniales, seguro de personas, contrato de reaseguro, entre otros) y establece que los seguros obligatorios deben ser contratados con empresas de seguro constituidas en el Perú, debidamente autorizadas por la SBS. Entre los principales aspectos desarrollados por la ley destacan:

- La continuidad de las preexistencias, de modo que no se pierda la cobertura de una enfermedad si el cliente cambia de compañía de seguros o migra a una de ellas.
- La prohibición de una serie de cláusulas y prácticas abusivas en los contratos de seguros como las que prohíban o restrinjan el derecho del asegurado a someter la controversia a la vía judicial; las que dispongan la pérdida de derechos del asegurado y/o beneficiario por incumplimiento de cargas que no guardan consistencia ni proporcionalidad con el siniestro cuya indemnización se solicita.





ii. Proyecto de Reglamento de Tarjetas de Crédito y Débito

Este Proyecto, prepublicado el 19 de marzo de 2013 en el portal de internet de la SBS, propone medidas que refuerzan el Reglamento de Tarjetas de Crédito, aprobado por Resolución N° 264-2008, y lo extiende para el caso de tarjetas de débito.

En particular, se establecen dos grupos de medidas: (i) medidas de seguridad, que incluye la obligatoriedad del uso de la tecnología chip en ambos tipos de tarjetas; y, (ii) disposiciones generales, que incluyen información mínima en los contratos y en los estados de cuenta, facilidades disponibles en cada tipo de tarjeta, entre otras. Asimismo, se establece diversos plazos de adecuación, entre los que destacan:

- A partir de julio de 2014, todas las nuevas tarjetas deben ser emitidas con chip.
- A partir de diciembre de 2014, esta obligación también resulta aplicable a las tarjetas emitidas con anterioridad a julio de 2014.
- Hasta el 31 de diciembre de 2014 las empresas tendrán plazo para adecuarse a las medidas de seguridad mencionadas en el reglamento.

El Reglamento entraría en vigencia a los 60 días, contados a partir del día siguiente de su publicación en el Diario Oficial "El Peruano", derogándose el actual Reglamento de Tarjetas de Crédito, así como el artículo 32° del Reglamento de Transparencia de Información y Disposiciones Aplicables a la Contratación con Usuarios del Sistema Financiero (Resolución SBS N° 8181-2012).

Anexo 2

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.