

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2012

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

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Noviembre 2012

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2012

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
PREFACIO	5
RESUMEN	6
I. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA INDIRECTA.....	10
I.1 Sistema Financiero.....	10
I.2 Colocaciones.....	12
I.3 Financiamiento a Empresas.....	16
I.4 Financiamiento a Hogares.....	32
I.5 Depósitos en el Sistema Financiero.....	51
I.6 Indicadores de Solidez del Sistema Financiero.....	55
II. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DIRECTA.....	65
II.1 Oferta Primaria.....	65
II.2 Demanda de Valores.....	66
II.3 Mercados Secundarios.....	69
II.4 Políticas para el Desarrollo del Mercado de Capitales.....	72
III. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO	86
IV. SISTEMAS DE PAGOS.....	93
V. BALANCE DE RIESGOS	104
CAMBIOS NORMATIVOS.....	117
GLOSARIO.....	120

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1: Medidas recientes del BCRP y de la SBS.....	14
Recuadro 2: Identificación de episodios de auge (“boom”) crediticio.....	19
Recuadro 3: Riesgo de sobreendeudamiento de los clientes de créditos por convenio	35
Recuadro 4: Determinantes económicos del precio de las viviendas	41
Recuadro 5: Inclusión financiera, crecimiento económico y desigualdad	49
Recuadro 6: La Importancia de Medir la Estabilidad Financiera	63
Recuadro 7: El Mercado Alternativo de Valores (MAV).....	81
Recuadro 8: Estructura de mercado del sistema privado de pensiones.....	83
Recuadro 9: Comisiones por Transferencias en los Sistemas de Pagos	97
Recuadro 10: Innovaciones en los pagos minoristas	102
Recuadro 11: La Crisis en el Sistema Financiero Español y sus Implicancias para el Perú	106

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 el impacto de las medidas del BCRP sea menos predecible. En consecuencia, es de vital importancia la evaluación de riesgos en los mercados financieros para considerar medidas preventivas de contención en los ámbitos monetario y financiero.

Este documento se concluyó el 9 de noviembre de 2012 con información financiera al cierre de setiembre del mismo año. El siguiente número se difundirá en mayo de 2013 con cifras a marzo del mismo año.





RESUMEN

- i. **Los mercados financieros en Perú mostraron fortaleza a pesar de la persistencia de potenciales riesgos en los mercados financieros globales.** Estos riesgos están asociados a la menor perspectiva de crecimiento en los Estados Unidos, la desaceleración de la economía China y la incertidumbre sobre la recuperación económica y financiera de la Zona Euro. Sin embargo, ante un posible escenario de deterioro en el nivel de confianza y de debilidad de los sectores financieros de los países desarrollados, la economía peruana podría experimentar una reducción de la demanda por sus exportaciones y una salida acelerada y desordenada de capitales, lo cual tendría efectos negativos en los mercados financieros y en el nivel de actividad económica.

El actual contexto internacional de alta liquidez y de tasas de interés excepcionalmente bajas puede exacerbar el crecimiento de los créditos en moneda extranjera en el mercado financiero doméstico y, con ello, aumentar la exposición al riesgo cambiario crediticio de las entidades financieras. Eventuales depreciaciones abruptas de la moneda doméstica podrían tener un mayor impacto en la capacidad de pago de los hogares, principalmente a través de los créditos que aún presentan elevados niveles de dolarización (hipotecarios y vehiculares).

El riesgo del impacto de una desaceleración en el entorno internacional sobre la actividad económica interna, que se traduciría en menores gastos de consumo e inversión del sector privado, conllevaría un potencial deterioro de los indicadores de riesgo de crédito y de rentabilidad de las entidades financieras.

- ii. **Los indicadores de endeudamiento de los hogares se mantuvieron relativamente estables en el semestre. Sin embargo, la carga financiera (cuota / ingreso) estimada de los hogares aún es elevada (alrededor de 40% del ingreso mensual).**

Las tasas de crecimiento anual de los créditos de consumo e hipotecario se han estabilizado alrededor de 18% y 26%, respectivamente, aunque siguen elevadas. Se debe destacar la importancia relativa de los préstamos por convenio dentro de la cartera de créditos de consumo, producto que podría generar potenciales problemas de sobreendeudamiento, ante su uso indiscriminado y excesivo por parte de las instituciones financieras que podrían subestimar el riesgo de crédito al no tomar en cuenta la carga financiera total de los deudores.

La flexibilización observada en las condiciones crediticias en el segmento minorista podría generar un potencial sobreendeudamiento y derivar en ulteriores deterioros de cartera. Si bien el aumento de la deuda en el segmento minorista puede reflejar una mayor profundización financiera, es importante

monitorear que ello no genere un potencial sobreendeudamiento, especialmente en los deudores de bajos ingresos y en los que presentan poco historial crediticio, ya que la capacidad de pago de estas personas es más sensible ante fluctuaciones en el ciclo económico.

- iii. En el primer semestre de 2012, las empresas corporativas del sector no financiero reportaron resultados positivos en sus indicadores financieros aunque disímiles entre los diversos sectores.** Mientras las empresas de servicios públicos aceleraron el crecimiento de sus ventas y mejoraron sus indicadores financieros, las empresas industriales mostraron un menor crecimiento de sus ventas y una reducción de sus niveles de rentabilidad, aunque mantuvieron su solidez financiera y patrimonial. Por su parte, las empresas mineras registraron una disminución de sus ventas y de su rentabilidad como consecuencia de los menores precios de los metales y del incremento de sus costos de producción.
- iv. El nivel de liquidez de los bancos y de los inversionistas institucionales aseguró la disponibilidad de recursos a las empresas corporativas.** El financiamiento a las empresas a través de créditos del sistema financiero ha crecido a niveles cercanos al 15% anual en los últimos meses. Asimismo, en el último año, 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) y del mayor uso de líneas de crédito del exterior. Sin embargo, esto último se ha reflejado en una mayor dolarización de la deuda de las empresas no financieras, principalmente de las corporativas y grandes empresas, lo que eleva su exposición al riesgo cambiario.
- v. Los principales indicadores del sistema financiero reflejan su situación financiera estable.** Con respecto a los resultados del Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2012, las entidades no bancarias han mostrado una mejora en sus indicadores financieros. No obstante ello, se debe tener en cuenta que este tipo de entidades son más vulnerables a fluctuaciones en el ciclo económico, por lo que tienen que ser monitoreadas de manera permanente. 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 aumentaron debido, principalmente, a los mayores requerimientos de liquidez de la banca ante las nuevas disposiciones de encaje.** En ese escenario, el BCRP realizó similar número de operaciones de retiro e inyección de fondos al igual que el semestre anterior. Los rendimientos de los CD BCRP mostraron una tendencia a la baja debido al exceso de liquidez en el sistema y a la competencia relativa entre los participantes del mercado.
- vii. 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. Esta mayor demanda se sustenta en los sólidos fundamentos macroeconómicos reflejados en menores niveles de riesgo país, en un contexto de elevada liquidez en los mercados internacionales. Sin embargo, una salida abrupta de estos inversionistas, ante una reversión de las expectativas positivas sobre las economías emergentes, podría desestabilizar el mercado de deuda peruano dado que aún es relativamente pequeño, poco líquido y profundo.

viii. El desarrollo futuro del mercado de capitales peruano requiere de medidas orientadas a promover, por un lado, la oferta de valores de las grandes empresas y de las empresas corporativas que no acceden al financiamiento del exterior; y, por otro lado, la demanda por estos valores. Las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño vienen realizando cada vez mayores emisiones en el exterior debido a que pueden acceder a financiamiento por montos superiores a los que obtendrían en una emisión local.

Los costos de entrada y la falta de información sobre el mercado de capitales limitan la participación de nuevos emisores de instrumentos de capital y de deuda. Uno de los factores que limita las mayores emisiones es la poca disposición de las empresas para revelar información a través de sus estados financieros y de los hechos de importancia sobre la evolución de sus negocios.

En ese sentido, la reciente creación del Mercado Alternativo de Valores es positiva debido a que la simplificación del proceso de emisión, los menores costos exigidos y los menores requisitos de información financiera permitirían que un mayor número de empresas ingrese al mercado de capitales. Una medida adicional para disminuir los costos de emisión es reducir los requerimientos de clasificaciones de riesgo para la emisión de instrumentos de corto plazo.

Para fomentar las emisiones en el mercado de capitales, sería conveniente evaluar la inafectación del pago del Impuesto General a las Ventas (IGV) a los intereses de los bonos emitidos por el sector privado. El pago de los intereses (cupones) de los bonos emitidos por el sector privado está exonerado temporalmente (hasta el 31 de diciembre de 2012) del IGV, lo cual genera permanente incertidumbre. En caso que no se renueve dicha exoneración, se afectaría el costo de financiamiento relevante de cada emisión, lo que repercutiría negativamente en los montos emitidos, ya que el mercado de capitales sería menos atractivo como medio de financiamiento para las empresas.

ix. Para fomentar la demanda, el Sistema Privado de Pensiones requiere de una flexibilización de las normas relacionadas a sus inversiones y de una agilización del proceso de autorización y registro de los instrumentos financieros disponibles para inversión. La actual normativa restringe las posibilidades de inversión de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP), lo que

lleva a que los portafolios administrados presenten una elevada concentración por emisores e instrumentos.

Frente a ello, es recomendable establecer criterios generales para la aprobación de la inversión en instrumentos *plain vanilla* de renta fija y variable (bonos y acciones) y no requerir, en cada caso, de una autorización específica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). En ese sentido, se sugiere que el requisito de registro previo del instrumento en la SBS sea eliminado y que la revisión del cumplimiento de los requisitos establecidos se realice *ex – post*.

Para ampliar las posibilidades de inversión de las AFP en renta variable local, es recomendable que la SBS indique que basta que una acción cumpla con los requisitos establecidos: capitalización bursátil del *float* y un estado financiero auditado. Además, se debería evaluar si el *float* mínimo actual es muy restrictivo, dado el tamaño de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y la poca proporción de sus acciones que circulan en el mercado.

- x. **Finalmente, en los Sistemas de Pagos continuó la tendencia de crecimiento del volumen y valor de las transferencias.** Esta tendencia refleja una mayor aceptación de los instrumentos de pago electrónicos por parte del público, en un contexto de menor riesgo de liquidez porque la banca cuenta con mayores recursos para enfrentar sus obligaciones.





I. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA INDIRECTA

I.1 Sistema Financiero¹

- El total de activos del sistema financiero sumó S/. 269 mil millones.** La banca mantiene su hegemonía en el sistema al sumar S/. 218 mil millones en activos, con una participación de 83,6% y 84,8% en los créditos y en los depósitos del sistema financiero, respectivamente. En el último semestre, el número de entidades financieras se incrementó en dos, al incorporarse un banco (Cencosud, desde julio de 2012) y una edpyme (Inversiones La Cruz, desde mayo de 2012).
- El grado de concentración² del crédito y de los depósitos entre las entidades financieras disminuyó 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 1 577 en las colocaciones y de 1 706 en los depósitos. Los créditos a las pequeñas y microempresas tienen el menor grado de concentración gracias a la actividad de las entidades no bancarias como 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.

Cuadro 1.1
ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN POR TIPO DE CRÉDITO Y DEPÓSITO 1/

	Set.10	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12
Colocaciones	1 550	1 580	1 554	1 566	1 577
Empresas	1 677	1 700	1 657	1 671	1 681
- Corporativos	2 766	2 701	2 568	2 773	2 696
- Grandes	2 440	2 587	2 542	2 459	2 468
- Medianas	1 979	2 101	2 120	2 130	2 140
- Pequeñas	1 014	999	1 004	995	995
- Microempresa	608	607	601	612	605
Hogares	1 394	1 430	1 438	1 455	1 466
- Consumo	1 051	1 065	1 085	1 103	1 096
- Hipotecario	2 342	2 324	2 331	2 321	2 316
Depósitos	1 822	1 712	1 682	1 747	1 706
Vista	2 550	2 453	2 418	2 563	2 542
Ahorro	2 307	2 250	2 272	2 319	2 304
Plazo	1 344	1 209	1 176	1 222	1 183

1/ El índice utilizado es el de Herfindahl-Hirschman (IHH), equivalente a la suma del cuadrado de la participación de cada entidad, por lo que tiene un rango entre 0 y 10000. Valores entre 1500 y 2500 se consideran como “moderadamente concentrado”. En la estimación no se considera al Banco de la Nación.
Fuente: Balances de Comprobación.

- 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.
- 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.

Cuadro 1.2
ACTIVOS FINANCIEROS Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO
 (A Setiembre de 2002, Millones de S/.)

	Activos	Participación (%)			Número de Entidades
		Activos	Créditos	Depósitos	
TOTAL	268 830	100,00	100,00	100,00	62
1. BANCA	217 549	80,92	83,56	84,82	16
Crédito	78 432	29,18	28,41	30,01	
Continental	49 357	18,36	19,87	19,82	
Scotiabank	31 252	11,63	12,29	11,48	
Interbank	23 005	8,56	9,20	8,97	
BanBif	5 906	2,20	2,44	2,48	
Citibank	5 434	2,02	1,32	2,01	
Mibanco	5 389	2,00	2,73	2,30	
Financiero	4 993	1,86	2,15	1,93	
HSBC	3 703	1,38	1,45	1,91	
Santander	2 899	1,08	0,83	1,25	
Falabella	2 607	0,97	1,30	0,82	
Comercio	1 565	0,58	0,71	0,79	
Ripley	1 247	0,46	0,58	0,48	
Deutsche Bank	1 064	0,40	0,00	0,23	
Azteca	660	0,25	0,28	0,33	
Cencosud	38	0,01	0,00	0,00	
2. NO BANCA	27 720	10,31	13,11	10,17	45
Financieras	9 714	3,61	4,63	2,43	11
Crediscotia	3 801	1,41	2,03	1,23	
Edyficar	2 628	0,98	1,03	0,85	
Crear	655	0,24	0,34	0,07	
Confianza	595	0,22	0,30	0,11	
América	568	0,21	0,27	0,03	
TFC	389	0,14	0,16	0,10	
Mitsui	347	0,13	0,15	0,00	
Proempresa	238	0,09	0,12	0,00	
Efectiva	211	0,08	0,11	0,02	
Uno	142	0,05	0,07	0,00	
Universal	138	0,05	0,05	0,01	
Cajas Municipales	13 771	5,12	6,55	6,37	13
Arequipa	2 763	1,03	1,44	1,32	
Piura	2 078	0,77	0,94	1,04	
Trujillo	1 686	0,63	0,72	0,75	
Sullana	1 488	0,55	0,70	0,66	
Cusco	1 206	0,45	0,60	0,58	
Huancaayo	1 159	0,43	0,59	0,51	
Lima	875	0,33	0,40	0,36	
Ica	846	0,31	0,35	0,41	
Tacna	710	0,26	0,36	0,29	
Maynas	377	0,14	0,18	0,16	
Paita	290	0,11	0,13	0,14	
Del Santa	222	0,08	0,10	0,11	
Pisco	70	0,03	0,03	0,04	
Cajas Rurales	3 043	1,13	1,32	1,37	11
Nuestra Gente	971	0,36	0,42	0,37	
Señor de Luren	842	0,31	0,36	0,40	
Credinka	345	0,13	0,17	0,16	
Profinanzas	284	0,11	0,12	0,14	
Prymera	174	0,06	0,07	0,10	
Los Andes	124	0,05	0,06	0,05	
Chavín	101	0,04	0,05	0,06	
Cajamarca	88	0,03	0,03	0,04	
Sipán	50	0,02	0,02	0,02	
Libertadores de Ayacucho	42	0,02	0,02	0,02	
IncaSur	23	0,01	0,01	0,01	
Edpymes	1 192	0,44	0,62	-	10
Raíz	503	0,19	0,27	-	
Nueva Visión	211	0,08	0,11	-	
Solidaridad	114	0,04	0,06	-	
Inversiones La Cruz	89	0,03	0,04	-	
Micasita	88	0,03	0,05	-	
Alternativa	64	0,02	0,03	-	
Acceso Crediticio	54	0,02	0,03	-	
Marcimex	34	0,01	0,02	-	
Credivisión	28	0,01	0,01	-	
Credijet	7	0,00	0,00	-	
3. BANCO DE LA NACIÓN	23 561	8,76	3,34	5,01	1

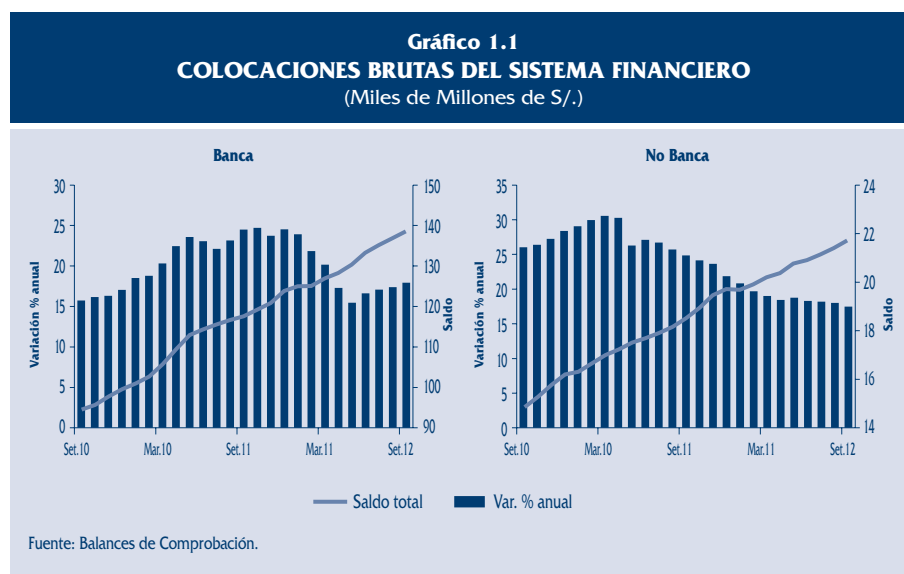
Fuente: Balances de Comprobación.





I.2 Colocaciones

3. **Las colocaciones en el sistema financiero se mantuvieron dinámicas en los últimos seis meses.** La tasa de crecimiento anual de los créditos de la banca pasó de 20,2% en marzo de 2012 a 17,9% en setiembre de 2012; mientras la de entidades no bancarias pasó de 19,6% a 17,5%.



4. **En el análisis del crédito por moneda, destaca el dinamismo de las colocaciones en moneda extranjera de la banca.** A nivel del sistema financiero, el crédito aumentó en 17,5% en setiembre de 2012 con respecto a igual mes de 2011, con un crecimiento de 16,5% de los créditos otorgados en moneda nacional y de 18,9% en moneda extranjera.

El grado de dolarización del crédito aumentó de 42,6% en setiembre de 2011 a 43,1% en setiembre de 2012, con un aumento de 49,5% a 49,8% en la banca, mientras que en las entidades no bancarias continuó bajando (de 9,6% a 9,3%).

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

	Set.10	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12	Set.12 / Set.11	
						Flujo	Var.%
Sistema Financiero 2/	113 404	141 180	148 711	152 373	165 895	24 716	17,5
Moneda Nacional	66 972	81 086	85 613	87 166	94 458	13 373	16,5
Moneda Extranjera	46 432	60 094	63 098	65 207	71 437	11 343	18,9
% dolarización	40,9%	42,6%	42,4%	42,8%	43,1%		
Banca	94 404	117 540	123 875	126 950	138 615	21 075	17,9
Moneda Nacional	49 663	59 408	62 896	64 093	69 578	10 170	17,1
Moneda Extranjera	44 741	58 132	60 979	62 857	69 037	10 905	18,8
% dolarización	47,4%	49,5%	49,2%	49,5%	49,8%		
No Banca 3/	14 826	18 511	19 722	20 210	21 743	3 232	17,5
Moneda Nacional	13 361	16 739	17 823	18 318	19 716	2 977	17,8
Moneda Extranjera	1 465	1 772	1 899	1 892	2 027	255	14,4
% dolarización	9,9%	9,6%	9,6%	9,4%	9,3%		

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

2/ Sistema Financiero incluye los créditos de consumo del Banco de la Nación.

3/ No incluye el Banco de la Nación.

Fuente: Balances de Comprobación.

La dolarización del crédito ha venido siendo impulsada por la apreciación esperada de la moneda local y por la disponibilidad de liquidez en moneda extranjera, en un entorno de flujos significativos de capitales externos. En razón de ello, 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.





**RECUADRO 1
MEDIDAS RECIENTES DEL BCRP Y DE LA SBS**

Desde el segundo trimestre de 2012 se han adoptado medidas prudenciales para atenuar la mayor preferencia de los agentes por endeudarse en moneda extranjera, en un contexto de alta liquidez internacional y de bajas tasas de interés pasivas en dólares en el mercado interno.

En ese sentido, el **BCRP** ha implementado algunas medidas para reducir la exposición del sistema financiero al riesgo cambiario crediticio, que podría activarse ante bruscas depreciaciones de la moneda nacional por un eventual deterioro del entorno internacional.

- **Sucesivas modificaciones en las disposiciones de encaje.** En mayo, setiembre y octubre de este año, las tasas de encaje en nuevos soles y dólares se elevaron en 0,5 puntos porcentuales en cada mes. En noviembre último, dichas tasas se incrementaron en 0,75 puntos porcentuales.

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		Adeudos externos
				Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Corto plazo
May. 12 1/	9%	30%	0,50%	55%	0,50%	60%
Set. 12 2/	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%

1/ A partir de mayo 2012, se extendió el encaje de 60 por ciento a los nuevos adeudados de corto plazo del exterior con plazos menores o iguales a 3 años.

2/ A partir de setiembre 2012, se cambió el período base para el cómputo del encaje de abril 2012 a agosto 2012.

Fuente: BCRP.

- **Intervención cambiaria con una mayor volatilidad del tipo de cambio.** Entre abril y setiembre de 2012, el Banco Central realizó compras netas en la mesa de negociación por US\$ 4 859 millones. Cabe indicar que, en este período, el tipo de cambio registró una tendencia descendente, con una interrupción en esta dinámica a mediados de junio, como consecuencia del aumento del riesgo global asociado a los problemas que enfrenta la zona del Euro.

Adicionalmente, 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.

- **Mayores requerimientos patrimoniales.** Por medio de la Resolución N° 8548-2012 (publicada el 11 de noviembre de 2012) se establecieron las medidas para ajustar los

factores de ponderación de riesgo de crédito³ correspondientes a los créditos en moneda extranjera otorgados a los deudores cuyos ingresos están denominados en moneda nacional. Asimismo, se estableció mayores exigencias de patrimonio efectivo para los créditos hipotecarios para vivienda considerando, además de la moneda, el plazo de vencimiento y la tasa de interés.

- **Topes a la posición de cambio spot y en derivados.** En octubre, la SBS ha publicado un Proyecto de Resolución que busca acotar las pérdidas máximas en que podrían incurrir las entidades financieras por variaciones en el tipo de cambio. El Proyecto propone reducir 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), así como el valor absoluto de la posición neta en derivados de moneda (de 30% a 20% del patrimonio efectivo ó de S/. 350 millones a S/. 300 millones, el que resulte mayor).

5. **Como porcentaje del PBI, las colocaciones brutas del sistema financiero llegaron a representar un 31,9% en el tercer trimestre de 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 20,3% a 20,6%; y, en el de los hogares, de 10,3% a 11%. Cabe destacar el aumento del crédito hipotecario de 4,1% del PBI a 4,5%, aunque aún constituye una participación relativamente baja⁴.

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 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.

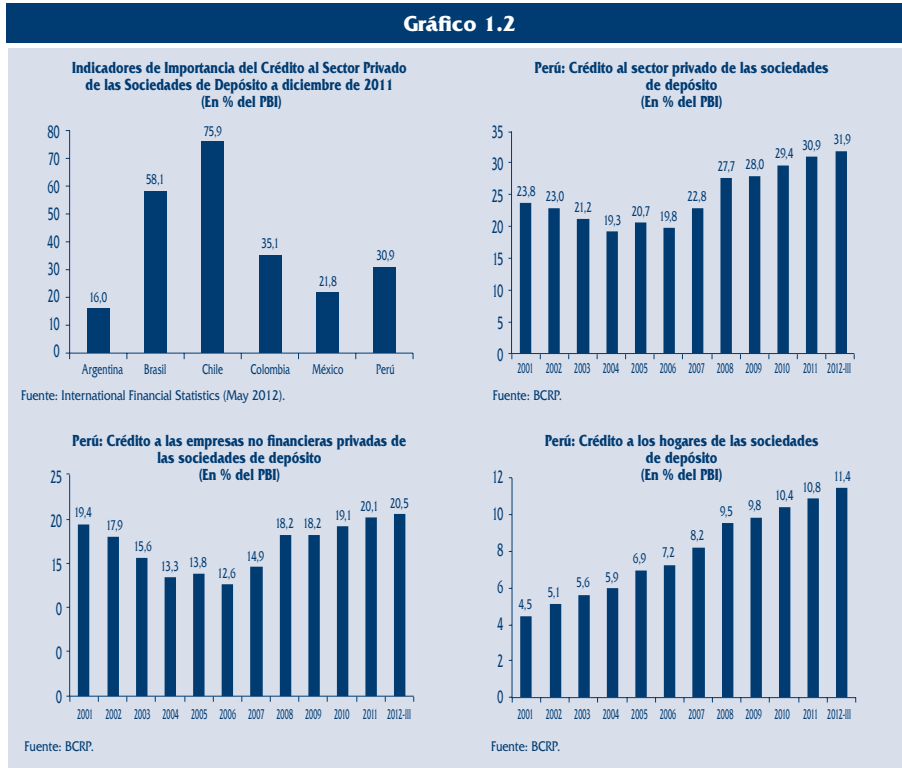
3 Los factores de ponderación de riesgo son números que permiten reflejar el nivel de riesgo de crédito del activo o de la operación a ser ponderada. Estos factores se utilizan para determinar el peso del activo u operación, en términos de riesgo de crédito, dentro del cálculo del patrimonio efectivo que requiere una institución supervisada.

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





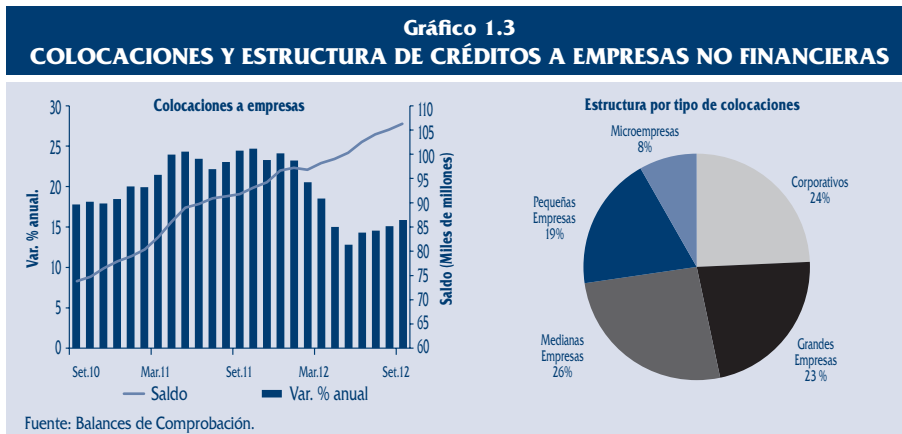
Gráfico 1.2



1.3 Financiamiento a Empresas

6. **En el último semestre, los créditos del sistema financiero otorgados a las empresas no financieras mostraron una aceleración respecto al semestre anterior.** La tasa de crecimiento anual de las colocaciones durante el último semestre fue menor que la del semestre anterior (18,5% versus 15,9%), nivel que 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 equitativa entre empresas corporativas, grandes, medianas y MYPE (microempresas y pequeñas empresas).

Gráfico 1.3
COLOCACIONES Y ESTRUCTURA DE CRÉDITOS A EMPRESAS NO FINANCIERAS



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

Entre marzo y setiembre de 2012, el número de empresas que obtuvo financiamiento del sistema financiero se incrementó en 5,1%. Por tipo de empresa⁵, este crecimiento se dio principalmente en las grandes, medianas y pequeñas empresas. El saldo de deuda con el sistema financiero de las grandes, medianas y pequeñas empresas se incrementó en 10,1%, 10,3% y 10,8%, respectivamente, durante el periodo marzo 2012 – setiembre 2012. En ese mismo período, el crédito a microempresas se incrementó levemente (1,7%) y el saldo de crédito a empresas corporativas en 5,1%.

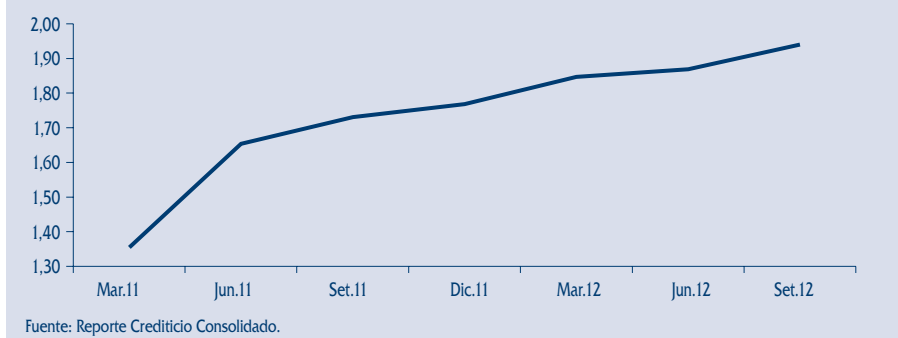
Cuadro 1.4
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE EMPRESAS

	Set.11			Mar.12			Set.12		
	N° de deudores	Saldo de deuda (Millones de S/.)	Deuda promedio (Miles de S/.)	N° de deudores	Saldo de deuda (Millones de S/.)	Deuda promedio (Miles de S/.)	N° de deudores	Saldo de deuda (Millones de S/.)	Deuda promedio (Miles de S/.)
Corporativos 1/	509	23 404	45 980	503	24 562	48 830	542	24 064	44 399
Grandes Empresas	1 710	21 329	12 473	1 772	21 632	12 208	1 940	24 107	12 426
Medianas Empresas	17 106	22 543	1 318	18 726	25 091	1 340	20 746	27 901	1 345
Pequeñas Empresas	275 881	16 362	59,3	304 258	18 287	60,1	333 026	20 258	60,8
Microempresas	1 435 474	8 128	5,7	1 522 068	8 617	5,7	1 584 404	8 763	5,5
Total	1 730 680	91 765	53,0	1 847 327	98 189	53,2	1 940 658	105 094	54,2

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: Reporte Crediticio Consolidado y Balances de Comprobación.

Gráfico 1.4
NÚMERO DE EMPRESAS DEUDORAS
(En millones)



5 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 a microempresas.

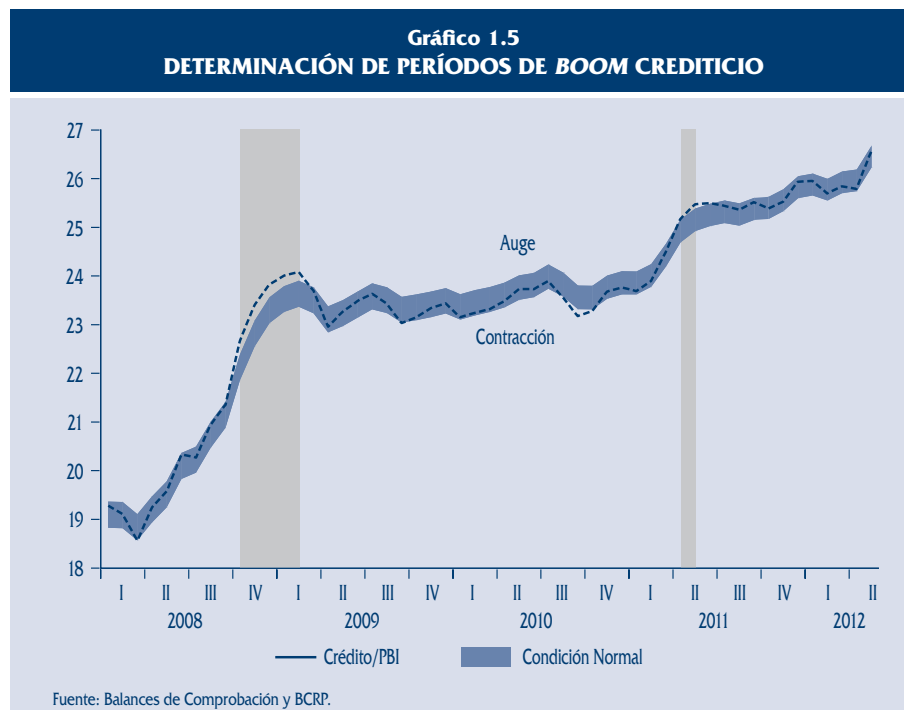




7. **Un crecimiento excesivo del crédito que genere un aumento insostenible del endeudamiento de las empresas y las familias termina en situaciones de crisis financiera que afectan negativamente, por un período prolongado, al empleo y la actividad de un país.** Por ello, se evalúa mediante distintas técnicas la probabilidad de un crecimiento excesivo del crédito, fenómeno denominado *boom* (auge) crediticio.

El siguiente gráfico muestra la evolución del crédito al sector privado en el Perú (como porcentaje del PBI) en relación a tres posibles escenarios: (i) auge crediticio (zona por encima de la banda); (ii) condición normal (dentro de la banda); y (iii) contracción de crédito (zona por debajo de la banda).

Usando la metodología planteada en Lahura, Chang y Salazar (2012)⁶, es posible identificar dos posibles episodios de auge crediticio. El primero de ellos ocurrió entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2009; mientras que el segundo episodio se dio en el segundo trimestre de 2011. Además, se observa que, en lo que va del año, el crédito se ha mantenido dentro de la zona de comportamiento normal.



6 Lahura, E.; Chang, G. y Salazar, O. (2012), "Identificación estructural de períodos de auge crediticio en el Perú". Mimeo.

**RECUADRO 2
IDENTIFICACIÓN DE EPISODIOS DE AUGE (“BOOM”) CREDITICIO.**

A pesar de un escenario internacional caracterizado por la incertidumbre en varios mercados financieros, el crecimiento del crédito en el Perú se mantiene alto. Ello es común cuando una economía está desarrollándose o se encuentra dentro de un proceso de liberalización⁷. Este argumento cobra más vigor en caso se observe una mayor bancarización, como sería el caso peruano. Sin embargo, una preocupación habitual ante un rápido crecimiento del crédito es que eventualmente resulte insostenible y comprometa la estabilidad financiera del país.

Un episodio de auge o *boom* crediticio puede definirse como una situación donde la trayectoria de un indicador relevante de crédito se desvía “en exceso” respecto de su tendencia de largo plazo. La literatura económica proporciona diferentes metodologías para identificar episodios de *boom* de crédito, las cuales se diferencian en la forma de medir un “desvío excesivo” (por encima de un umbral) y en el filtro utilizado para el cálculo de la tendencia de largo plazo⁸. Entre las metodologías más conocidas figuran Gourinchas, Valdés y Landerretche (2001) y Mendoza y Terrones (2008)⁹, las cuales han sido aplicadas para el caso peruano por Orrego (2009)¹⁰.

Gourinchas y otros (2001) utilizan como indicador de crédito el ratio crédito sobre PBI, mientras que Mendoza y Terrones (2008) utilizan como indicador el crédito real per cápita¹¹. En ambos trabajos, la tendencia del indicador de crédito se obtiene a través del filtro estadístico Hodrick-Prescott (HP), aunque su implementación es diferente¹².

	Gourinchas et al (2001)	Mendoza y Terrones (2008)
Variable	Ratio de crédito entre PBI	Crédito real per-cápita
Filtro HP	Rolling HP	Caso estándar

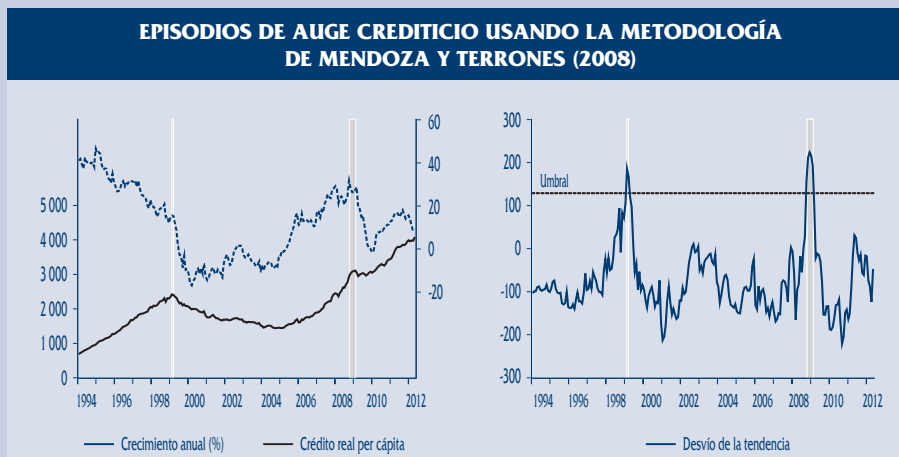
Para el caso peruano, Orrego (2009) aplica ambas metodologías para identificar episodios de auge de crédito durante el período enero 1992 – noviembre 2008. Sus resultados no son

- 7 Cotarelli, C.; Dell’Ariccia; G. e I. Vladkova-Hollar (2005). “*Early Birds, Late Risers and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans*”, *Journal of Banking and Finance*, 29, p. 83-104.
- 8 Gourinchas, P.; Valdés, R. y O. Landerretche (2001). “*Lending Booms: Latin America and the World*”, *Economía*, 1, 2, p. 47-89.
- 9 Terrones, M. y E. Mendoza (2008). “*An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data*”, IMF Working Papers 08/226, International Monetary Fund.
- 10 Orrego, F. (2009). “Una nota sobre el crecimiento del crédito al sector privado en el Perú”, Documento de Trabajo N° 2009-002, Banco Central de Reserva del Perú.
- 11 De acuerdo con Gourinchas y otros (2001), un episodio de auge crediticio está conformado por períodos de tiempo en los que el indicador de crédito (I_t) se desvía de su tendencia de largo plazo (T_t) en una proporción mayor a μ , es decir: $I_t - T_t \geq \mu T_t$ ó $I_t \geq (1 + \mu) T_t$. Por otro lado, Mendoza y Terrones (2008) definen un episodio de auge crediticio cuando el desvío del indicador de crédito respecto de su tendencia ($I_t - T_t$) es mayor a una proporción κ del desvío estándar histórico $\sigma(I_t - T_t)$, es decir: $(I_t - T_t) > \kappa \sigma(I_t - T_t)$.
- 12 Mendoza y Terrones (2008) aplican el filtro HP a toda la muestra disponible (caso estándar); sin embargo, Gourinchas y otros (2001) aplican el filtro HP a sub-muestras móviles de cinco años que van rotando hacia adelante (*rolling HP*).





concluyentes respecto de si existió algún episodio de auge crediticio; en particular, encuentra “indicios” de un posible episodio de auge en 1998 y un crecimiento robusto del crédito en 2008.



Fuente: Balances de Comprobación y BCRP.

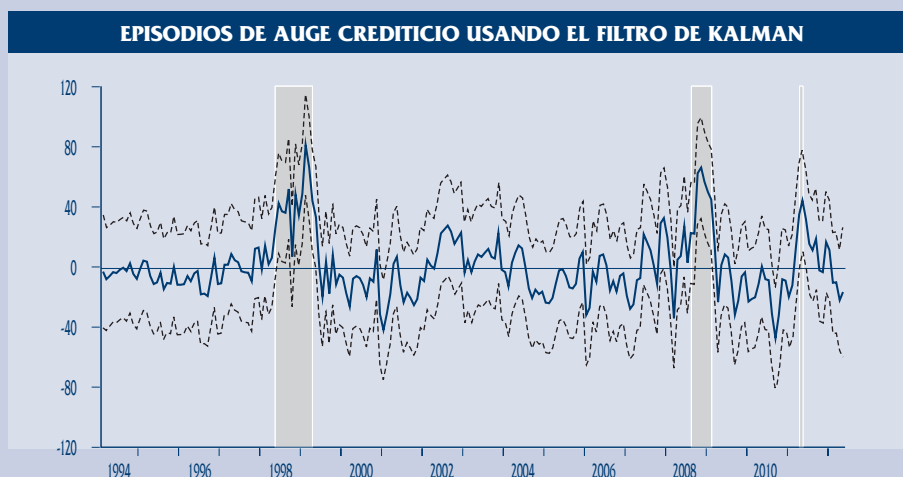
Si se extiende la muestra hasta mayo de 2012, la metodología de Mendoza y Terrones (2008) proporciona nuevos resultados. En particular, en las últimas 2 décadas se identifican dos episodios en los cuales la dinámica de los créditos diverge significativamente respecto de su tendencia, por lo que podrían ser considerados como períodos de auge o “booms”. El primero de estos episodios tuvo lugar a fines de la década de los años 1990, luego de que la economía registrara un período de crecimiento económico importante. Este episodio de auge crediticio tuvo una corta duración (de enero a marzo de 1999), llegando a su fin en un entorno internacional en crisis y el advenimiento de un Fenómeno del Niño particularmente severo, lo cual generó problemas de liquidez que comprometieron la solvencia de las entidades financieras y ocasionaron una contracción de la oferta de créditos.

El segundo episodio de auge crediticio identificado tuvo una mayor duración (octubre 2008 – febrero 2009). De manera similar al caso anterior, este evento estuvo antecedido por un prolongado período de expansión económica; sin embargo, en esta ocasión se dieron hechos que contribuyeron a incrementar la oferta de crédito como el otorgamiento de grado de inversión, bajas tasas de interés a nivel internacional y mejores condiciones crediticias para los agentes en general. Sin embargo, ello llegaría a su término con la consolidación de la crisis *subprime*, la cual impactó negativamente en la solvencia de las entidades financieras internacionales y contribuyó a la desaceleración económica de nuestro país.

Alternativamente, se estimó un modelo estado-espacio utilizando el filtro de Kalman¹³, en el cual las desviaciones del indicador de crédito, además de depender del ciclo del PBI real y de los términos de intercambio, están determinadas por una variable no observable (variable de estado)

13 Lahura, E.; Chang, Giancarlo y O. Salazar (2012), “Identificación estructural de períodos de auge crediticio en el Perú”. Mimeo.

que mide episodios de auge. Los resultados confirman los dos períodos de auge encontrados al aplicar la metodología de Mendoza y Terrones (2008) y, adicionalmente, sugieren un breve episodio de auge entre abril y mayo de 2011.



Fuente: Lahura, Chang y Salazar (2012).

Por tipo de crédito, los que experimentaron mayor volatilidad fueron los créditos dirigidos a empresas, registrando un período de expansión prolongado (setiembre 2008 – marzo 2009). Este hecho podría estar asociado a la acumulación de inventarios acorde con el período expansivo de la economía. El episodio de auge registrado en los créditos de consumo (julio 2008 – diciembre 2008) adelantó a los demás episodios, tanto en su inicio como en su término. Ello podría deberse a que la concesión de créditos de consumo es altamente pro cíclica (principalmente en relación a las líneas autorizadas de tarjeta de crédito), debido a que incorpora expectativas de los agentes respecto a condiciones económicas futuras.

Finalmente, hacia finales de 2008 los créditos hipotecarios experimentaron un desvío respecto de su tendencia en menor escala que los demás créditos y su duración fue más corta (sólo tres meses). Sin embargo, empezaron a crecer de manera más acelerada respecto de su tendencia en los últimos meses, junto con los créditos de consumo, aunque aún se sitúan por debajo del umbral establecido.

8. **La dolarización de la deuda de las empresas en el sistema financiero se incrementó levemente entre marzo y setiembre de 2012 (de 53,1% a 53,8%).** En ese período, la tasa de crecimiento de los préstamos en dólares pasó de 7,4% (setiembre 2011 – marzo 2012) a 9,6% (marzo 2012 – setiembre 2012); mientras que para aquellos en nuevos soles, esa tasa pasó de 6,6% a 6,8%. El mayor incremento de la dolarización de la deuda se dio en los créditos otorgados a empresas corporativas y grandes empresas, mientras que en el resto de créditos se registró una disminución.





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

	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12	Set.12 / Set.11	
					Flujo	Var.%
Total Deuda de Empresas	91 765	96 664	98 189	106 321	14 555	15,9
Moneda Nacional	43 179	45 791	46 021	49 165	5 986	13,9
Moneda Extranjera	48 587	50 873	52 168	57 156	8 569	17,6
% dolarización	52,9%	52,6%	53,1%	53,8%		
Empresas Corporativas 2/	23 404	24 548	24 562	25 817	2 413	10,3
Moneda Nacional	9 105	9 282	8 857	8 762	-343	-3,8
Moneda Extranjera	14 299	15 266	15 704	17 055	2 756	19,3
% dolarización	61,1%	62,2%	63,9%	66,1%		
Grandes Empresas	21 329	21 634	21 632	23 810	2 481	11,6
Moneda Nacional	5 695	6 112	6 054	6 218	523	9,2
Moneda Extranjera	15 634	15 522	15 578	17 592	1 958	12,5
% dolarización	73,3%	71,7%	72,0%	73,9%		
Medianas Empresas	22 543	24 345	25 091	27 674	5 131	22,8
Moneda Nacional	7 646	8 112	8 118	9 232	1 586	20,7
Moneda Extranjera	14 897	16 233	16 973	18 442	3 545	23,8
% dolarización	66,1%	66,7%	67,6%	66,6%		
Pequeñas Empresas	16 362	17 556	18 287	20 256	3 894	23,8
Moneda Nacional	13 165	14 240	14 967	16 713	3 548	27,0
Moneda Extranjera	3 197	3 316	3 320	3 543	346	10,8
% dolarización	19,5%	18,9%	18,2%	17,5%		
Microempresas	8 128	8 582	8 617	8 764	636	7,8
Moneda Nacional	7 567	8 045	8 025	8 239	671	8,9
Moneda Extranjera	561	536	592	525	-36	-6,4
% dolarización	6,9%	6,2%	6,9%	6,0%		

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

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

Fuente: Balances de Comprobación.

9. **En los últimos seis meses, se registró un leve aumento en el ratio de cartera morosa con respecto a las colocaciones brutas en todos los tipos de créditos otorgados a las empresas.** Es importante notar que, desde diciembre de 2011, las pequeñas y microempresas presentan una tendencia creciente del ratio de morosidad.

Cuadro 1.6
RATIO DE MOROSIDAD DE LAS EMPRESAS
(En porcentaje)

	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12
Corporativos	0,21	0,23	0,19	0,28
Grandes Empresas	0,78	0,78	0,76	0,70
Medianas Empresas	4,51	4,14	4,12	4,51
Pequeñas Empresas	7,63	7,20	7,70	7,96
Microempresas	5,83	5,15	5,43	5,90

Fuente: Balances de Comprobación.

Por tipo de moneda, el ratio de morosidad se incrementó en moneda nacional, mientras que en moneda extranjera se mantuvo estable.

Cuadro 1.7
RATIO DE MOROSIDAD DE LAS EMPRESAS CON EL SISTEMA FINANCIERO
(En porcentaje)

	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12
Total Deuda de Empresas	3,19	3,02	3,16	3,40
Moneda Nacional	4,38	4,17	4,51	5,05
Moneda Extranjera	2,19	2,03	2,01	1,99
Empresas corporativas	0,21	0,23	0,19	0,28
Moneda Nacional	0,06	0,14	0,05	0,05
Moneda Extranjera	0,30	0,28	0,26	0,40
Grandes empresas	0,78	0,78	0,76	0,70
Moneda Nacional	0,36	0,40	0,33	0,31
Moneda Extranjera	0,93	0,92	0,92	0,84
Medianas empresas	4,51	4,14	4,12	4,51
Moneda Nacional	4,87	4,88	5,09	6,06
Moneda Extranjera	4,34	3,78	3,66	3,74
Pequeñas empresas	7,63	7,20	7,70	7,96
Moneda Nacional	7,87	7,36	7,93	8,35
Moneda Extranjera	6,73	6,56	6,73	6,11
Microempresas	5,83	5,15	5,43	5,90
Moneda Nacional	6,07	5,29	5,61	6,10
Moneda Extranjera	2,89	3,02	3,01	2,78

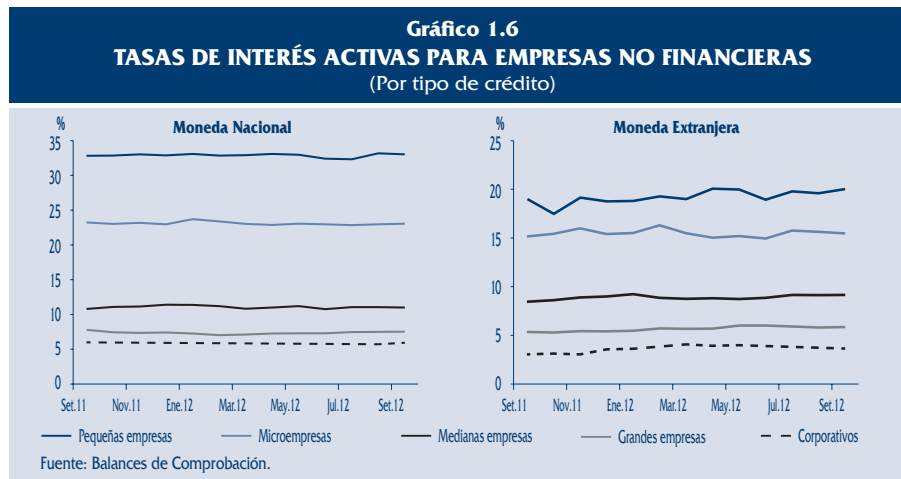
Fuente: Balances de Comprobación.

En moneda nacional, los créditos incrementaron su morosidad, salvo los otorgados a empresas corporativas y a grandes empresas. En contraste, los créditos a empresas corporativas y medianas registraron un incremento de la morosidad en moneda extranjera, mientras que el resto de tipos de créditos disminuyeron.

10. Las tasas de interés de los créditos otorgados por la banca a empresas no financieras mantuvieron, en general, una trayectoria estable.

Entre setiembre de 2011 y de 2012, las tasas en moneda nacional para empresas corporativas, grandes y pequeñas se redujeron, mientras que para medianas y microempresas registraron leves incrementos. Por el contrario, todas las tasas en moneda extranjera se incrementaron, en particular aquellas destinadas a clientes corporativos.





Cuadro 1.8
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS PARA EMPRESAS NO FINANCIERAS
(En porcentaje)

	Set.11		Dic.11		Mar.12		Set.12	
	Moneda Nacional	Moneda Extranjera	Moneda Nacional	Moneda Extranjera	Moneda Nacional	Moneda Extranjera	Moneda Nacional	Moneda Extranjera
Corporativos	6,11	3,28	6,02	3,01	6,05	3,84	5,7	3,82
Grandes Empresas	7,88	5,47	7,36	5,41	7,01	5,72	7,5	5,82
Medianas Empresas	10,94	8,81	11,15	8,9	11,22	8,86	11,05	9,17
Pequeñas Empresas	23,57	15,4	23,15	16,02	23,37	16,35	22,93	15,63
Microempresas	32,93	19,47	33,02	19,15	32,85	19,27	33,18	19,61

Fuente: SBS.

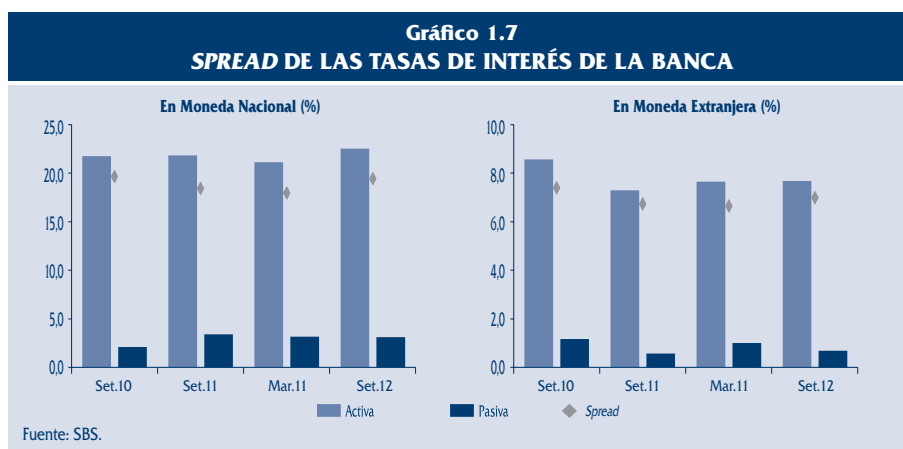
11. **El *spread*¹⁴ de las tasas de interés activas y pasivas de la banca¹⁵ mostró una tendencia estable.** Como se observa en el siguiente gráfico, el *spread* en ambas monedas aumentó levemente en los últimos seis meses. En el caso de moneda nacional, el *spread* aumentó 1,5 puntos porcentuales, debido al incremento de las tasas activas; mientras que en el caso de moneda extranjera, se explicó por una disminución de las tasas pasivas mientras que las activas no mostraron variación.

Como se señaló anteriormente, esta evolución se debió, en parte, al incremento de los requerimientos de encaje por parte del BCRP, tanto en nuevos soles como en dólares, con el fin de atenuar el ritmo de expansión del crédito en un

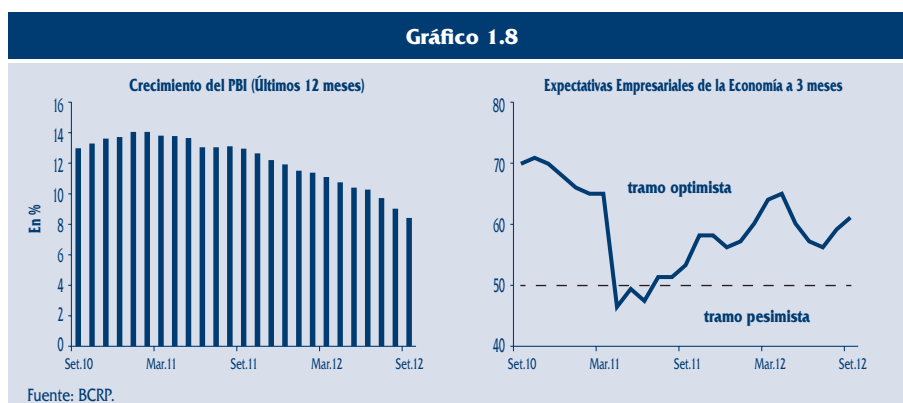
14 Diferencia entre la tasa de interés activa y la tasa de interés pasiva.

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.

contexto de bajas tasas de interés internacionales, producto de la alta liquidez global.¹⁶



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



13. En el primer semestre de 2012, las empresas corporativas reportaron resultados mayormente favorables. Mientras que 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 reducción de sus niveles de rentabilidad. Por su parte, las empresas mineras registraron una disminución de

16 Tal como se señaló en el Reporte de Inflación de Setiembre de 2012, uno de los efectos del incremento de la tasa de encaje es la reducción del 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 que captan. Los bancos pueden elevar dicho *spread* incrementando sus tasas activas, reduciendo sus tasas pasivas, o mediante una combinación de ambas medidas.





sus ventas y de su rentabilidad como consecuencia de los menores precios de los metales y del incremento de sus costos de producción.

Las expectativas empresariales, a corto plazo, sobre la economía, ventas y demanda de su sector se han recuperado parcialmente en los meses de agosto y setiembre de 2012 luego de deteriorarse entre abril y julio de 2012. Cabe agregar que, en todos los meses analizados, las expectativas empresariales se ubicaron dentro del tramo optimista. Asimismo, las empresas han calificado su situación financiera como favorable y no han reportado dificultades en el acceso a fuentes de financiamiento¹⁷.

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\$ 33 144 millones (empresas mineras, US\$ 17 869 millones; empresas de hidrocarburos, US\$ 4 466 millones; empresas eléctricas, US\$ 3 734 millones; empresas industriales, US\$ 1 448 millones; sector infraestructura, US\$ 1 664 millones; y, otros sectores, US\$ 3 963 millones)¹⁸. No obstante, el cumplimiento efectivo y los plazos programados de estos proyectos de inversión puede verse afectado por los conflictos sociales.

- 14. El nivel de liquidez de los bancos y de los inversionistas institucionales 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.** Es más, en el último año, las empresas corporativas de mayor tamaño se han mostrado muy dinámicas en los mercados internacionales, muestra de ellos son sus emisiones de instrumentos de deuda de largo plazo (por lo general, a plazos de 10 años o superiores) y el mayor uso de líneas de crédito del exterior.

El acceso al financiamiento se da a un costo financiero atractivo dado el entorno de bajas tasas de interés internacionales que se mantendría en los siguientes años, por 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 para cumplir con sus obligaciones financieras.

- 15. Los indicadores de ciclos de negocios, medidos por el plazo promedio de las cuentas por cobrar y del pago a proveedores en número de días, se mantienen a junio de 2012, en niveles muy similares a los reportados en los últimos años.** Estos indicadores de plazo promedio de las cuentas por cobrar y del pago a proveedores no sobrepasan los 2 meses, para las empresas industriales y mineras,

17 Ver Nota de Estudios N° 60: Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas – Setiembre 2012 en www.bcrp.gob.pe

18 Ver Reporte de Inflación de setiembre de 2012, cuadro 12: “Anuncio de Proyectos de Inversión Privada”, página 45.

y se ubican alrededor de este umbral para el caso de las empresas de servicios públicos. De este modo, se espera que continúe el funcionamiento adecuado de la cadena de pagos de la economía.

16. Las empresas industriales mostraron una desaceleración en la tasa de crecimiento de sus ventas y una disminución de sus indicadores de rentabilidad (margen operativo y ROE) durante el primer semestre de 2012. Sus indicadores de apalancamiento, solvencia y liquidez se mantienen en niveles similares a los reportados en los últimos años y dan cuenta de la solidez financiera de estas empresas. Gracias a estos indicadores y 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 110%, a pesar de la reducción del ratio de cobertura de intereses (medido por el ratio utilidad operativa / gastos financieros).

Dentro de la estructura de pasivos de las empresas industriales destaca la importancia de los préstamos bancarios (48% del total de los pasivos a junio de 2012) que, además, han ampliado su importancia respecto a la emisión de bonos, papeles comerciales y del financiamiento a través de proveedores.

Cuadro 1.9
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES

	2007	2008	2009	2010	2011	2012 1/
Indicadores de Ventas y Rentabilidad						
- Ventas (Millones de S/.)	37 514	46 828	41 028	48 478	58 641	30 438
Var. % anual		25%	-12%	18%	21%	9%
- Margen operativo 2/	12%	10%	11%	11%	11%	9%
- ROE	16%	14%	14%	17%	17%	13%
Indicadores de Apalancamiento, Solvencia, Liquidez y Estructura de Pasivos						
- Pasivos / Patrimonio Neto	93%	124%	101%	109%	109%	110%
- Pasivos / Ventas	41%	45%	48%	51%	50%	53%
- Utilidad operativa / Gastos Financieros	5,8	2,3	3,5	7,8	7,5	5,1
- Liquidez Ácida 3/	0,9	0,7	0,9	0,9	1,0	1,2
- Estructura de los pasivos (como % del total)						
Préstamos bancarios	40%	52%	43%	43%	45%	48%
Bonos y papeles comerciales	12%	8%	12%	9%	10%	8%
Proveedores	18%	17%	18%	21%	18%	17%
Otros 4/	30%	23%	27%	26%	27%	26%
- Pasivos de corto plazo (como % del total de pasivos)	69%	72%	60%	62%	58%	60%
Indicadores del Ciclo de Negocio (plazo promedio en número de días)						
- Inventarios	136	156	118	127	133	134
- Cuentas por cobrar	42	43	43	40	40	39
- Pago a los proveedores	44	56	63	64	52	57

1/ A junio de 2012.

2/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

3/ 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.

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

Fuente: Economática.





Los plazos promedios de realización de inventarios, en números de días, han subido ligeramente a partir de 2010, lo que refleja las expectativas de las empresas por mayores niveles de demanda de sus productos que las lleva a acumular productos terminados o en proceso de producción anticipadamente. Sin embargo, estos niveles se encuentran por debajo de los observados a fines de 2008 donde, en un contexto de expansión económica, las empresas fueron demasiado optimistas con sus proyecciones de ventas, y tras desencadenarse la crisis financiera internacional, tuvieron que hacer un proceso de ajuste de inventarios.

- 17. El desempeño financiero de las empresas de alimentos y bebidas, bienes de consumo y de ventas minoristas (*retail*) se beneficiaron del dinamismo del consumo privado en 2012.** Las ventas de las empresas minoristas 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 otras ciudades del país.

El sector construcción viene liderando el crecimiento de la economía, proyectándose un crecimiento de 15,4% para 2012¹⁹. El desarrollo de centros comerciales, la construcción de oficinas, viviendas, complejos habitacionales y la autoconstrucción²⁰ han impulsado las ventas de las empresas constructoras y proveedoras de insumos y de materiales de construcción (cemento, vidrio, acero, concreto, bloques, mayólicas, etc.)

El consumo interno de cemento viene creciendo a tasas por encima del 15% desde marzo de 2012. A su vez, los mayores volúmenes de producción de las empresas cementeras, 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. En el sector, destacó la reciente fusión entre Cementos Lima (empresa absorbente, mercado de influencia la costa central) y Cementos Andino (mercado de influencia la sierra central).

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.

19 Ver Reporte de Inflación de setiembre de 2012, cuadro 15: "PBI por Sectores Económicos", página 53.

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

Estos precios se han visto afectados porque un gran número de acerías de Europa y Norteamérica vienen trabajando por debajo de sus niveles normales de utilización de capacidad instalada, debido a la desaceleración económica global. 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 las siderúrgicas.

18. Las empresas mineras han registrado una reducción de sus ventas de 16% en el primer semestre de 2012 debido al retroceso de los precios promedios de los metales industriales (cobre, zinc, estaño y plomo) y de la plata, por la crisis económica y de la deuda de la zona del Euro así como por la desaceleración del crecimiento de la economía china.

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 operativos.

Las empresas mineras han reportado mayores gastos de personal (ante la escasez de profesionales y técnicos especializados) y de insumos (mayores precios de los suministros mineros, repuestos y de tarifas de servicio público). 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.

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 país²¹.

21 El Ministerio de Energía y Minas estima, para los próximos 6-7 años, un portafolio de proyectos mineros por US\$ 55 700 millones. En particular, se espera el ingreso a fase operativa de los proyectos de cobre Toromocho y Las Bambas, así como las ampliaciones de Antamina, Cerro Verde y de las unidades Cuajone y Toquepala de Southern Copper Corporation. Estos proyectos se suman al proyecto de cobre Antapaccay que inicia operaciones en 2012.





**Cuadro 1.10
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS MINERAS**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012 1/
Indicadores de Ventas y Rentabilidad						
- Ventas (Millones de S/.)	27 544	25 399	22 103	29 749	33 499	14 846
Var. % anual		-8%	-13%	35%	13%	-16%
- Margen operativo 2/	63%	47%	49%	56%	51%	46%
- ROE	49%	34%	29%	38%	33%	28%
Indicadores de Apalancamiento, Solvencia, Liquidez y Estructura de Pasivos						
- Pasivos / Patrimonio Neto	33%	42%	33%	33%	23%	31%
- Pasivos / Ventas	29%	42%	42%	36%	28%	39%
- Utilidad operativa / Gastos Financieros	34	10	16	70	86	78
- Liquidez Ácida 3/	2,9	2,7	3,3	3,8	3,6	3,3
- Estructura de los pasivos (como % del total)						
Préstamos bancarios	9%	26%	18%	7%	10%	15%
Bonos y papeles comerciales	7%	3%	3%	3%	3%	15%
Proveedores	11%	12%	11%	12%	17%	14%
Otros 4/	72%	58%	68%	78%	70%	56%
- Pasivos de corto plazo (cómo % del total de pasivos)	60%	54%	56%	66%	67%	60%
Indicadores del Ciclo de Negocio (plazo promedio en número de días)						
- Inventarios	92	94	97	96	97	93
- Cuentas por cobrar	33	20	37	39	32	30
- Pago a los proveedores	39	43	37	44	45	48

1/ A junio de 2012.

2/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

3/ 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.

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

Fuente: Economática.

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 conjunto²².

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 podrían verse frenadas por los conflictos sociales. Así, se tuvieron que paralizar los proyectos de cobre Tía María en Arequipa y de plata Santa Ana en Puno. Asimismo, existen dificultades en la construcción de la mina de cobre y oro Minas Conga en Cajamarca y la ampliación de la mina de cobre Toquepala en Tacna.

Cabe mencionar la importancia de mantener un adecuado clima de negocios para las inversiones mineras. En un mundo globalizado, las empresas mineras,

²² Vía mayor empleo directo e indirecto, impuestos, canon minero, desarrollo de infraestructura (como carreteras y reservorios de agua), programas de desarrollo social, etc.

que son corporaciones que operan en varios países, destinan sus capitales y recursos técnicos hacia el desarrollo de proyectos en los países que brinden estabilidad jurídica y un ambiente favorable a estas inversiones de largo plazo²³.

19. Las empresas de servicios públicos registraron una aceleración del crecimiento del monto de sus ventas en 2011 y en el primer semestre de 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 y de la empresa distribuidora de agua potable en Lima. Las ventas de las empresas eléctricas han respondido a mayores tarifas eléctricas y al incremento de los volúmenes de venta gracias a la mayor demanda de los clientes comerciales.

Cuadro 1.11
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS PÚBLICOS

	2007	2008	2009	2010	2011	2012 1/
Indicadores de Ventas y Rentabilidad						
- Ventas (Millones de S/.)	15 109	16 976	17 677	18 245	19 982	11 023
Var. % anual		12%	4%	3%	10%	14%
- Margen operativo 2/	15%	21%	24%	23%	22%	22%
- ROE	7%	12%	17%	18%	14%	14%
Indicadores de Apalancamiento, Solvencia, Liquidez y Estructura de Pasivos						
- Pasivos / Patrimonio Neto	117%	110%	110%	125%	103%	98%
- Pasivos / Ventas	125%	116%	113%	115%	107%	98%
- Utilidad operativa / Gastos Financieros	2,4	2,4	4,2	5,5	5,4	6,2
- Liquidez Ácida 3/	0,9	0,9	0,9	1,1	1,0	1,1
- Estructura de los pasivos (como % del total)						
Préstamos bancarios	34%	34%	32%	30%	34%	35%
Bonos y papeles comerciales	24%	25%	25%	26%	23%	22%
Proveedores	10%	13%	12%	15%	16%	16%
Otros 4/	33%	28%	31%	29%	27%	27%
- Pasivos de corto plazo (como % del total de pasivos)	35%	35%	33%	34%	36%	36%
Indicadores del Ciclo de Negocio (plazo promedio en número de días)						
- Inventarios	12	12	13	12	12	11
- Cuentas por cobrar	50	58	56	62	60	60
- Pago a los proveedores	50	62	60	63	69	61

1/ A junio de 2012.

2/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

3/ 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.

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

Fuente: Económica.

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



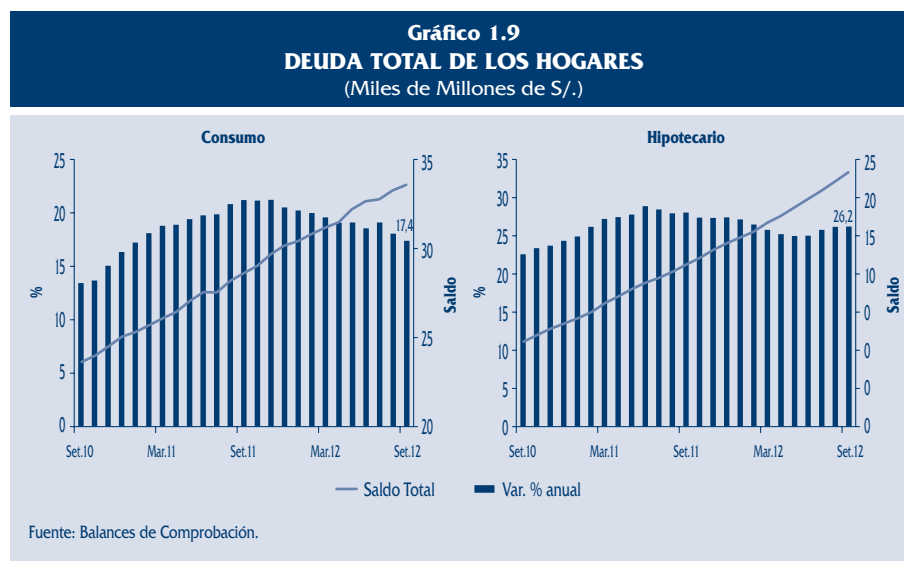


Las empresas de servicios públicos han consolidado su solidez financiera dado que redujeron sus niveles de apalancamiento, de 125% en 2010 a 98% en junio de 2012, y mejoraron su indicador de solvencia, de 115% en 2010 a 98% en junio de 2012.

El desempeño financiero de este sector seguirá acorde al ritmo de crecimiento de la demanda por energía que depende del dinamismo de la economía y de la ejecución de los principales proyectos de inversión. Las empresas de servicios públicos se caracterizan por su activa presencia en el mercado de capitales, tanto en términos de saldo vigente de deuda emitida como en número y monto de emisiones²⁴.

I.4 Financiamiento a Hogares

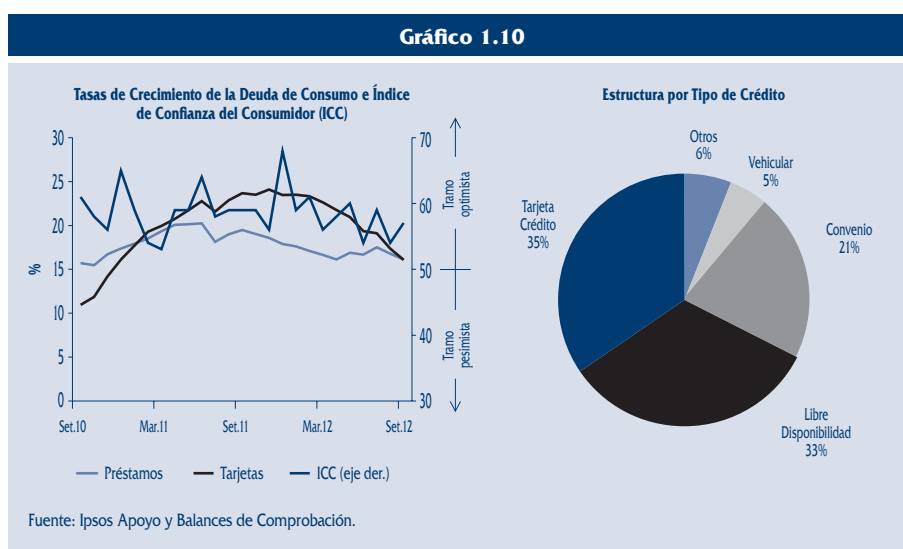
20. La tasa de crecimiento anual (últimos 12 meses) de la deuda por créditos de consumo se redujo en el semestre marzo 2012 – setiembre 2012 (de 19,6% a 17,4%). En contraste, se observó un leve incremento en los créditos hipotecarios (de 25,8% a 26,2%)²⁵.



24 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.

25 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 fue superior a la observada en dicho periodo de crisis (24,9%).

El menor ritmo de crecimiento de los créditos de consumo estuvo asociado, entre otros factores, a la evolución del consumo privado²⁶. Por tipo de operación, se observó que tanto los préstamos cuota²⁷ como las colocaciones a través de tarjetas de crédito crecieron a tasas anuales menores que las registradas en el semestre anterior.

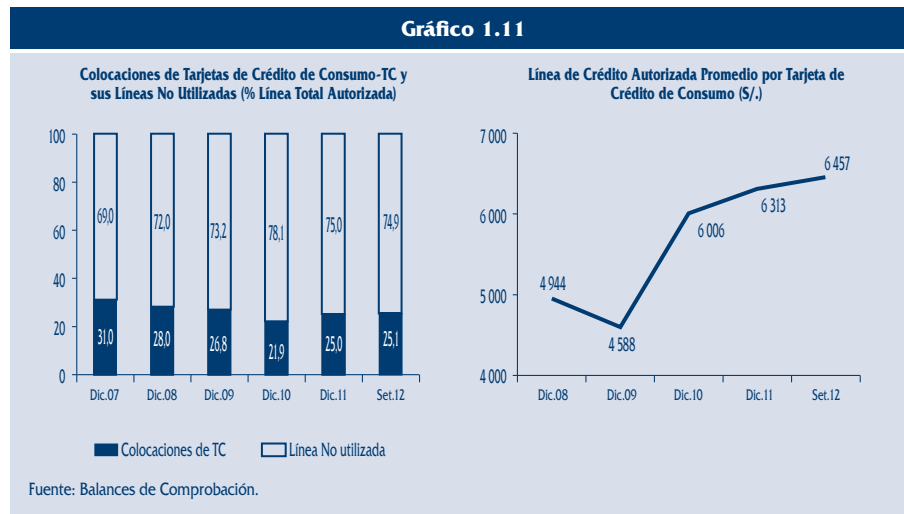


21. El porcentaje de utilización de la línea de crédito autorizada o aprobada en las tarjetas de crédito de consumo se elevó ligeramente en lo que va del año (de 25,0% a 25,1%), reflejando el incremento de la línea promedio por tarjeta de crédito autorizada por las instituciones financieras del país (de S/. 6 313 en diciembre de 2011 a S/. 6 457 en setiembre de 2012). Por ello, es necesario observar 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.

26 Un indicador líder del consumo privado son las importaciones de bienes de consumo duradero, las cuales crecieron a una tasa anual inferior a la del semestre anterior (3,7% en setiembre de 2012 versus 27,7% en marzo de 2012).

27 Créditos otorgados a personas naturales mediante la suscripción de un contrato y que se amortizan en cuotas periódicas o con vencimiento único. La finalidad de estos créditos es atender pagos de bienes, servicios y gastos no relacionados con una actividad empresarial. Estos préstamos incluyen, entre otros, los de libre disponibilidad, los otorgados bajo convenio y los vehiculares.





En ese sentido, el nuevo reglamento para el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito, publicado recientemente por la SBS, 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 créditos.

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

**RECUADRO 3
RIESGO DE SOBREENDEUDAMIENTO DE LOS CLIENTES DE CRÉDITOS
POR CONVENIO**

Los créditos por convenio son una modalidad de préstamo de consumo en la que un empleador (generalmente, una entidad del sector público) firma un convenio con una institución financiera para que la misma otorgue financiamiento a sus empleados, cuya modalidad de cobro consiste en el descuento directo por planilla de remuneraciones (se cargan las cuotas del crédito a la boleta de pago del empleado que recibe el crédito). Por ello, esta modalidad de crédito es percibida como menos riesgosa por parte de las entidades financieras. Asimismo, al facilitar y reducir los costos del proceso de cobranza, usualmente se cobra una tasa de interés por estos créditos menor que la del promedio de los créditos de consumo; lo que brinda mayores facilidades de acceso al crédito a los empleados de la entidad con convenio.

Cabe indicar que, al descontarse los pagos directamente de la boleta de pago del trabajador, el producto automáticamente tiene un mayor grado de prelación respecto a los otros tipos de crédito que pueda poseer el deudor. Por lo tanto, el incremento gradual en el nivel de endeudamiento de una persona con este producto puede generar un riesgo potencial para sus otros acreedores al reducir el ingreso disponible del deudor para atender sus demás obligaciones crediticias (sean con convenio o de otra índole), generando así un potencial “riesgo cruzado” o “de interconexión” que puede tener consecuencias sistémicas.

En los últimos años, los créditos por convenio han ganado participación relativa dentro de la cartera de consumo del sistema financiero (de 14,7% en diciembre de 2010 a 21,4% en setiembre de 2012). No obstante ello, aún mantienen una reducida participación dentro del total de colocaciones del sistema financiero (2,9% en diciembre de 2010 y 4,3% en setiembre de 2012).

Entre diciembre de 2010 y setiembre de 2012, el número total de clientes que tienen créditos por convenio se incrementó en 42% (de 378 mil en diciembre de 2010 a 539 mil en setiembre de 2012). Sin embargo, la proporción de deudores que mantenía créditos por convenio sólo con una entidad financiera se redujo de 93% a 88,5%; mientras que la proporción de deudores que registraba créditos por convenio con dos ó más entidades financieras subió de 7% a 11,5%.

CLIENTES QUE TIENEN CRÉDITOS POR CONVENIO EN EL SISTEMA FINANCIERO*

Número de entidades con las que registra deuda	Dic. 10			Dic. 11			Set.12		
	Número de deudores	Saldo total de créditos por convenio (En S/. Mill.)	Saldo Promedio por deudor (En S/.)	Número de deudores	Saldo total de créditos por convenio (En S/. Mill.)	Saldo Promedio por deudor (En S/.)	Número de deudores	Saldo total de créditos por convenio (En S/. Mill.)	Saldo Promedio por deudor (En S/.)
1	351 557	3 275,1	9 316	443 729	4 876,1	10 989	477 985	5 748,2	12 026
2	24 777	396,9	16 017	59 983	1 251,9	20 871	57 258	1 298,0	22 670
3	1 627	31,9	19 586	5 546	151,5	27 314	4 263	129,1	30 286
4	42	1,2	28 843	241	8,5	35 135	152	7,2	47 318
5	1	0,1	85 596	2	0,0	15 468	1	0,0	16 355
Total	378 004	3 705,1	9 802	509 501	6 288,0	12 341	539 659	7 182,5	13 309

* Bancos, Financieras, Cajas Municipales, Cajas Rurales, Edpymes y Banco de la Nación.
Fuente: RCC.





Por su parte, en dicho período el saldo total de créditos por convenio se incrementó en 94% (de S/. 3 705 millones a S/. 7 183 millones), a un ritmo de crecimiento mayor que el del número de deudores. Ello se reflejó en un aumento de la deuda promedio de créditos por convenio por cliente (de S/. 9 802 a S/. 13 309).

Este incremento en el saldo de deuda promedio de créditos por convenio por cliente, en la medida que conlleve la posibilidad que dicho deudor rebase su capacidad de pago, puede constituir una potencial fuente de riesgo de sobreendeudamiento. Ello ocurriría en la medida que el incremento de la deuda promedio por cliente tenga como correlato un aumento menos que proporcional en su nivel de ingreso. Cabe añadir que las instituciones financieras están optando por conceder créditos a plazos más largos para no elevar la carga financiera mensual (cuota/ingreso) de sus clientes, lo que abre la posibilidad de ocurrencia de esa situación, generando también que esos deudores tengan mayores niveles de apalancamiento (deuda/ingreso).

Por ejemplo, muchos trabajadores del sector público reciben préstamos otorgados bajo convenio. Tomando como variable referencial de ingreso de estos deudores a la Remuneración Global del Gobierno General, publicada por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI)²⁸, el ingreso medio de estos deudores registró un incremento de sólo 6,5% en el período de análisis (versus un incremento de 36% de la deuda promedio por cliente). En general, el potencial riesgo de sobreendeudamiento de los deudores de créditos por convenio dependerá de los sectores en los que se concentre este tipo de créditos (y de la evolución de los niveles de ingreso de los deudores de esos sectores).

Una forma más rigurosa de evaluar el posible sobreendeudamiento de los clientes de créditos por convenio consiste en analizar si estos deudores cuentan, además, con otros tipos de créditos de consumo. Con datos a setiembre de 2012, se observa que el 66,5% de los clientes de crédito por convenio poseen adicionalmente otro tipo de crédito de consumo.

Se observa que para aquellos clientes que mantienen créditos por convenio y además otro tipo de créditos de consumo, los créditos por convenio vienen ganando una mayor participación relativa en su deuda total por créditos de consumo (de 57% en diciembre de 2010 a 68% en setiembre de 2012). Ello refleja un efecto sustitución, debido a las menores tasas de interés cobradas y a las mayores facilidades de acceso al crédito que ofrecen los préstamos otorgados bajo convenio; y, a su vez, evidencia un proceso de consolidación de deuda de estos clientes, lo que se refleja en que el 79,6% de su deuda por créditos por convenio se concentra en una sola entidad financiera.

En este caso, el proceso de consolidación consiste en el traslado de las deudas por créditos de consumo con varias entidades financieras a un préstamo por convenio con una sola entidad

²⁸ De acuerdo a información del INEI, la remuneración promedio mensual del Gobierno General pasó de S/. 1 072,2 en diciembre de 2010 a S/. 1 142,3 en setiembre de 2012.

financiera, lo que permite a esta última entidad efectuar una mejor evaluación del riesgo y de la capacidad de pago del deudor, lo que puede contribuir a una mejor gestión del riesgo de sobreendeudamiento de su cliente.

Si bien este proceso de consolidación de deuda ayuda a una reducción del “riesgo cruzado”, se aprecia que este riesgo sigue presente. Así, en las personas que tienen deuda por créditos por convenio y además por otro tipo de créditos de consumo, se observa que la deuda por préstamos otorgados bajo convenio en 2 ó más entidades financieras ha pasado de S/. 355 millones a S/. 1 067 millones (de 12,4% a 20,4% de la deuda total por créditos por convenio). En el caso de la deuda por otros tipos de créditos de consumo de estos deudores, se observa que la deuda en 2 ó más entidades financieras se mantuvo relativamente estable en alrededor de S/. 1 590 millones; sin embargo, representa el 64,2% de la deuda total por otros tipos de créditos de consumo, esto es, la mayoría de la deuda de estos clientes es compartida entre 2 ó más entidades financieras.

CLIENTES QUE TIENEN CRÉDITOS POR CONVENIO Y ADEMÁS OTRO TIPO DE CRÉDITO DE CONSUMO EN EL SISTEMA FINANCIERO*

DEUDA POR CRÉDITOS POR CONVENIO									
Número de entidades con las que registra deuda	Dic. 10			Dic. 11			Set.12		
	Número de deudores	Saldo total de créditos por convenio (En S/. Mill.)	Saldo Promedio por deudor (En S/.)	Número de deudores	Saldo total de créditos por convenio (En S/. Mill.)	Saldo Promedio por deudor (En S/.)	Número de deudores	Saldo total de créditos por convenio (En S/. Mill.)	Saldo Promedio por deudor (En S/.)
1	250 933	2 510,6	10 005	296 784	3 557,4	11 986	313 800	4 148,9	13 221
2	20 676	327,0	15 815	44 407	945,4	21 290	41 706	965,1	23 141
3	1 404	26,5	18 848	4 224	116,9	27 673	3 148	96,2	30 573
4	39	1,1	28 512	174	6,1	34 989	111	5,1	45 866
5	1	0,1	85 596	2	0,0	15 468	1	0,0	16 355
Total	273 053	2 865,3	10 494	345 591	4 625,8	13 385	358 766	5 215,3	14 537

DEUDA POR OTROS TIPOS DE CRÉDITOS DE CONSUMO									
Número de entidades con las que registra deuda	Dic. 10			Dic. 11			Set.12		
	Número de deudores	Saldo total de otros créditos de consumo (En S/. Mill.)	Saldo Promedio por deudor (En S/.)	Número de deudores	Saldo total de otros créditos de consumo (En S/. Mill.)	Saldo Promedio por deudor (En S/.)	Número de deudores	Saldo total de otros créditos de consumo (En S/. Mill.)	Saldo Promedio por deudor (En S/.)
1	130 064	625,7	4 811	187 331	824,9	4 403	199 741	887,6	4 444
2	87 749	815,7	9 296	95 593	704,7	7 372	98 565	741,5	7 523
3	36 095	425,3	11 782	41 121	440,1	10 703	40 520	458,7	11 320
4	13 671	208,8	15 274	15 431	238,9	15 483	14 365	232,6	16 195
5	4 182	89,5	21 403	4 732	105,5	22 300	4 252	104,6	24 602
6	1 031	30,3	29 418	1 088	35,8	32 855	1 059	36,6	34 595
7 ó más	261	10,2	39 195	295	14,7	49 695	264	14,9	56 402
Total	273 053	2 205,6	8 077	345 591	2 364,5	6 842	358 766	2 476,6	6 903

* Bancos, Financieras, Cajas Municipales, Cajas Rurales, Edpymes y Banco de la Nación.
Fuente: RCC.

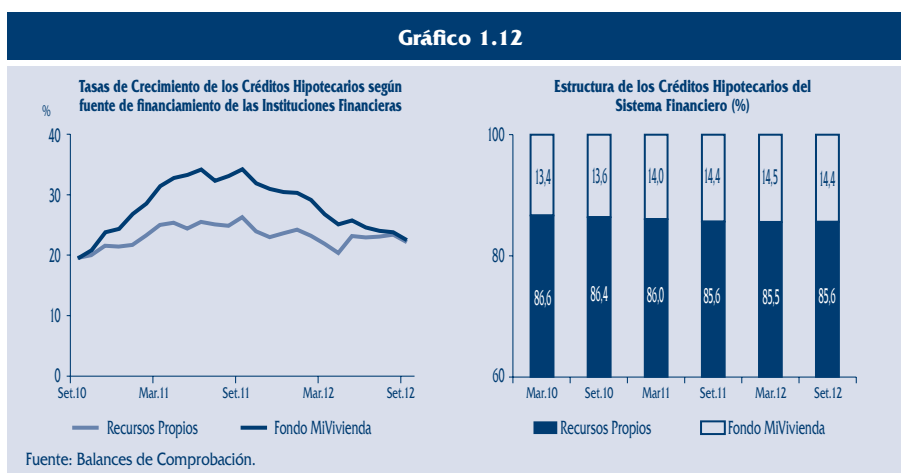




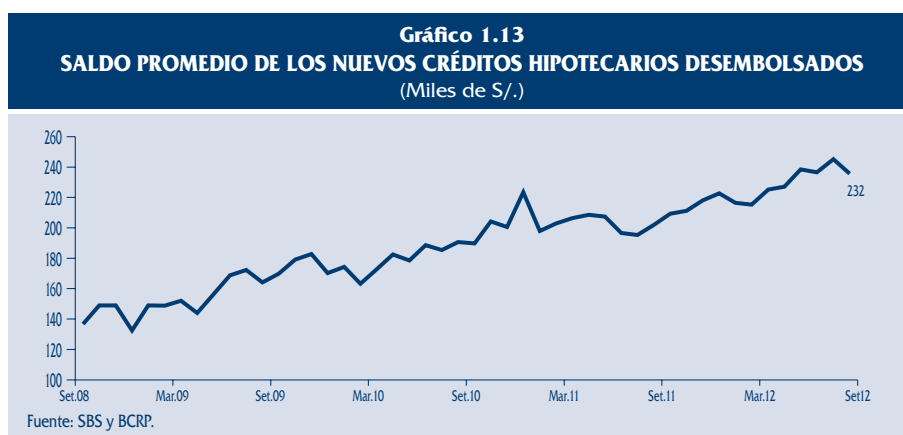
En particular, el riesgo cruzado se agrava cuando una institución financiera otorga un crédito de consumo (distinto al otorgado bajo convenio) a una persona que, con posterioridad, recibe un crédito por convenio de una segunda entidad financiera, ya que, como se mencionó anteriormente, este último tipo de crédito implica que las demás obligaciones crediticias que posee el deudor tengan un menor grado de prelación, es decir, se vuelven subordinadas al crédito por convenio. Ello hace que sea complicado para la primera institución financiera identificar *ex ante* el riesgo de impago de este cliente.

Cabe destacar que, recientemente, la SBS ha publicado el nuevo reglamento para el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito, que eleva la ponderación asignada a los créditos por convenio dentro del cálculo de los Activos Ponderados por Riesgo; con el fin de que las entidades financieras internalicen los mayores riesgos que podrían generar los créditos por convenio, a través de mayores requerimientos de capital. Ello, aunado a los procesos de sustitución y consolidación que se vienen observando recientemente, puede disminuir el riesgo de eventuales medidas administrativas que, con aras de solucionar el problema de elevado endeudamiento de los clientes de créditos por convenio en un escenario adverso de la actividad económica, afecten la disciplina financiera.

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



Cabe mencionar que, entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2012, 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/. 2 470 a S/. 4 283²⁹. 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/. 136 mil en setiembre de 2008 a S/. 232 mil en setiembre de 2012.



- 23. 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.

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 inmuebles mediante el alquiler de los mismos. Los indicadores de precios en Lima Metropolitana muestran una tendencia a estabilizarse en el tercer trimestre, en tanto que el ratio de precio / alquiler anual, que representa el número de años en que se recuperaría la inversión, se mantiene en niveles de sostenibilidad.

²⁹ Ver indicador de Precios de Venta de Departamentos en www.bcrp.gob.pe/estadisticas.html





Cuadro 1.12
PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL
En US\$ por M²

Medianas 1/	2010 - IIT	2010 - IIIT	2010 - IVT	2011 - IT	2011 - IIT	2011 - IIIT	2011 - IVT	2012 - IT	2012 - IIT	2012 - IIIT
Jesús María	11,8	10,5	11,9	12,6	13,1	12,9	13,0	13,0	15,7	15,5
La Molina	13,0	15,7	16,1	16,5	17,2	15,2	15,8	12,7	10,7	12,4
Lince	15,9	14,2	14,8	14,3	15,6	16,5	14,1	13,9	14,2	14,2
Magdalena	10,6	11,7	10,9	11,6	13,7	12,7	12,5	14,5	14,1	13,1
Miraflores	10,9	12,1	13,3	12,9	14,0	15,6	15,7	19,0	17,0	15,3
Pueblo Libre	14,5	13,6	14,1	15,6	15,6	15,0	15,3	15,4	16,5	15,2
San Borja	15,8	15,5	14,7	15,3	17,2	16,6	17,2	15,3	19,5	16,8
San Isidro	14,4	13,6	13,8	15,6	15,9	14,9	16,7	19,7	17,7	17,2
San Miguel	13,6	12,0	14,8	17,7	15,9	13,7	12,8	14,8	15,3	16,1
Surco	12,8	13,8	14,7	15,9	15,8	13,3	16,3	16,6	16,7	17,1
Agregado										
Promedio	13,3	13,3	13,9	14,8	15,4	14,6	14,9	15,5	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: BCRP.

Gráfico 1.14
PRECIO M2 DE DEPARTAMENTOS*
(S/.)



* Corresponde a la mediana anual de los precios por metro cuadrado de departamentos de La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Surco.
Fuente: BCRP.

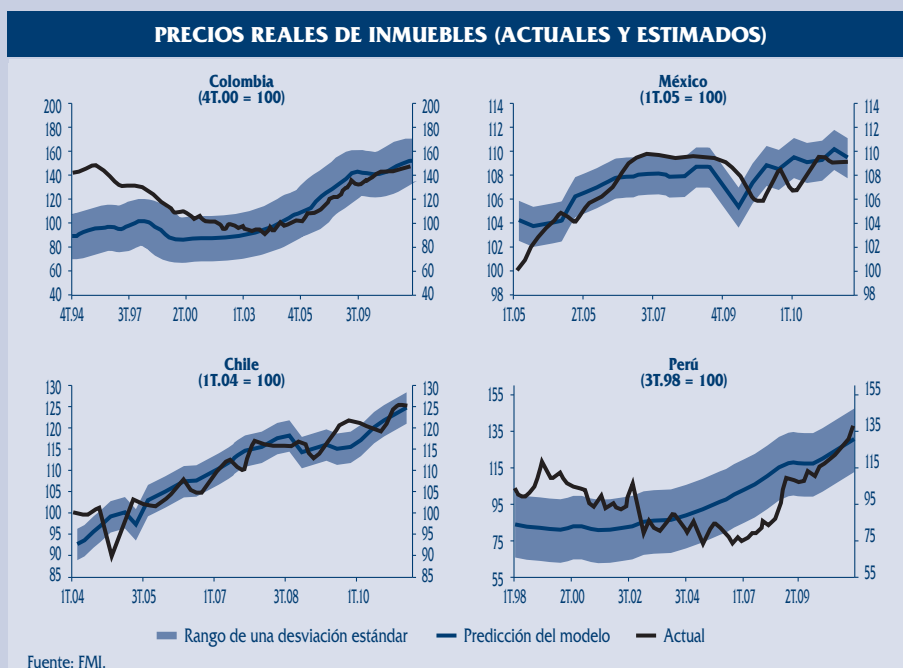
**RECUADRO 4
DETERMINANTES ECONÓMICOS DEL PRECIO DE LAS VIVIENDAS**

En un reciente documento del Fondo Monetario Internacional (FMI)³⁰ se analiza el desarrollo del crédito hipotecario y el sector vivienda en América Latina en los últimos diez años; y, se busca determinar hasta qué punto los fundamentos económicos explican el comportamiento de los precios de las viviendas, a través de un análisis econométrico que utiliza variables como:

- Tasa de interés real
- PBI real per cápita
- Población

El documento concluye que, para el caso de Colombia, Chile, México y Perú, estas variables son determinantes importantes de los precios de equilibrio, aunque la importancia de cada una de estas variables difiere entre países. En el caso de Chile, las tres variables explican los precios de viviendas; en el caso de México, sólo el PBI real per cápita y la tasa de interés real hipotecaria son significativos; y, en el caso de Colombia y Perú, la evolución del PBI real per cápita sería la principal variable que explica la evolución de los precios.

El documento señala que el mercado peruano es el más dinámico y que existe una desviación de precios de 6% frente a un precio estimado de equilibrio de largo plazo; sin embargo, al contar con un bajo PER comparado con otros países, las posibilidades de una sobrevaluación son modestas.



30 IMF Working Paper WP/12/193 Latin America: Vulnerabilities under construction? (Julio 2012).





24. Por monedas y en los últimos 12 meses, se observó un mayor crecimiento de los créditos a los hogares otorgados en moneda extranjera respecto a los de moneda nacional, reflejando la mayor preferencia de los hogares a endeudarse en dólares, dado el contexto de apreciación de la moneda nacional. Así, en el último semestre se elevó levemente el grado de dolarización de la deuda total de los hogares en el sistema financiero, de 24,3% a 24,4%.

La dolarización de la deuda por créditos de consumo en el semestre se incrementó, de 8,4% a 8,7%; nivel que es relativamente bajo, excepto en los créditos vehiculares que registran un nivel de dolarización más elevado (74%). Por otro lado, la dolarización de los créditos hipotecarios es aún alta, aunque se redujo en el semestre (de 48,2% a 47,2% del total de la deuda hipotecaria).

Cuadro 1.13
CRÉDITO A HOGARES 1/
(Millones de S./.)

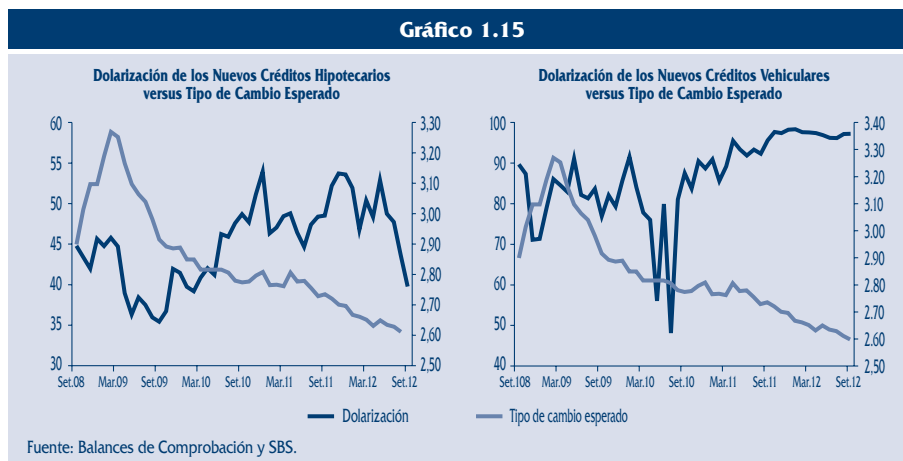
	Set.10	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12	Set.12 / Set.11	
						Flujo	Var.%
Total 2/	34 872	47 092	49 766	51 845	56 907	9 815	20,8
% dolarización	25,8%	24,0%	24,1%	24,3%	24,4%		
Consumo	21 943	28 610	30 172	31 162	33 581	4 972	17,4
% dolarización	9,5%	8,4%	8,3%	8,4%	8,7%		
Hipotecario	12 929	18 482	19 594	20 683	23 325	4 843	26,2
% dolarización	53,3%	48,3%	48,4%	48,2%	47,2%		
En Moneda Nacional	25 886	35 774	37 763	39 263	42 999	7 224	20,2
Consumo	19 854	26 220	27 660	28 556	30 675	4 455	17,0
Hipotecario	6 032	9 554	10 102	10 706	12 324	2 769	29,0
En Moneda Extranjera 2/	8 986	11 317	12 004	12 582	13 908	2 591	22,9
Consumo	2 089	2 390	2 512	2 605	2 906	517	21,6
Hipotecario	6 897	8 928	9 492	9 977	11 002	2 074	23,2

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

25. Una de las variables que explica la dinámica de la dolarización de los créditos es la expectativa que los agentes tienen sobre el tipo de cambio³¹. Ante la tendencia a la baja del tipo de cambio esperado, se viene observando una mayor exposición al riesgo cambiario por parte de los hogares.

31 Estadísticamente, ello es apreciable a partir de la presencia de cierta correlación entre los niveles de dolarización de los nuevos créditos hipotecarios y vehiculares desembolsados con la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1.15



Cuando las familias esperan una depreciación del dólar respecto al nuevo sol tienden a preferir los créditos en dólares, dado que, en términos de nuevos soles, el valor de las cuotas se reduce al ritmo de la depreciación, aunque se asume el riesgo de incrementar el valor de las cuotas en caso ocurra una apreciación del dólar.

La correlación negativa entre las expectativas de tipo de cambio y la dolarización es más notoria y sostenida en los nuevos créditos vehiculares otorgados, a partir del cuarto trimestre de 2010. En un contexto de expectativas a la baja del tipo de cambio, las personas que demandan créditos vehiculares tienen incentivos para solicitar dichos créditos en dólares, dado que éstos involucran menores montos de financiamiento y plazos promedio (incluyendo el efecto de los prepagos) que los créditos hipotecarios, lo que les permite aminorar los potenciales riesgos de una apreciación cambiaria.

En el caso de los nuevos créditos hipotecarios otorgados, si bien se observó una tendencia creciente en la dolarización entre mediados de 2009 y fines de 2011, desde inicios de 2012 se viene observando una reducción en la dolarización de estos créditos, lo cual puede deberse tanto a factores de demanda³² como de oferta³³.

32 Entre los factores de demanda, ello puede deberse a mejores hábitos de endeudamiento y/o mayor educación financiera de los deudores; o al hecho que los ofertantes 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.

33 Entre los factores de oferta, se pueden incluir menores incentivos de las instituciones financieras para otorgar créditos en moneda extranjera, en previsión a cambios regulatorios que encarecen estos créditos; así como 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.





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 a las de fines de 2009.



27. A setiembre de 2012, el número de personas que tienen únicamente deuda de consumo representó la mayor parte de los deudores en el segmento de hogares (95,4%); aunque el monto de su deuda alcanzó el 53,7% de la deuda total de los hogares.

Las personas que cuentan únicamente con deuda hipotecaria representan tan solo el 1,5% de los deudores, pero su deuda representa el 10,7% de la deuda total de los hogares. 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 35,6% de la deuda total de los hogares (aunque su cartera de alto riesgo o CAR³⁴ es la más baja).

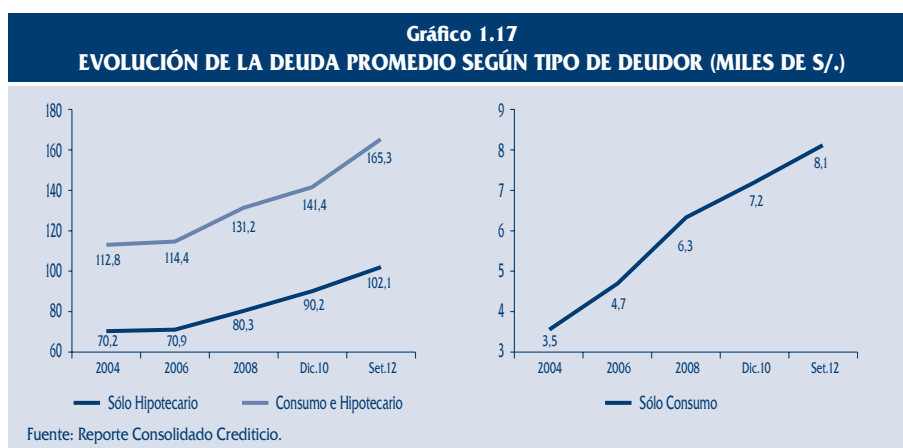
Cuadro 1.14
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE LOS HOGARES A SETIEMBRE DE 2012

	Solo Hipotecario	Solo Consumo	Consumo e Hipotecario	Total Deuda de los Hogares
Número de deudores	59 394	3 765 253	122 787	3 947 434
Saldo Deuda (millones de S/.)	6 067	30 573	20 294	56 933
Deuda Promedio (S/.)	102 141	8 120	165 275	14 423
Cartera Morosa (% Deuda)	2,3	4,3	1,1	3,0
Cartera de Alto Riesgo (% Deuda)	3,7	8,3	2,8	5,9

Fuente: Reporte Consolidado Crediticio.

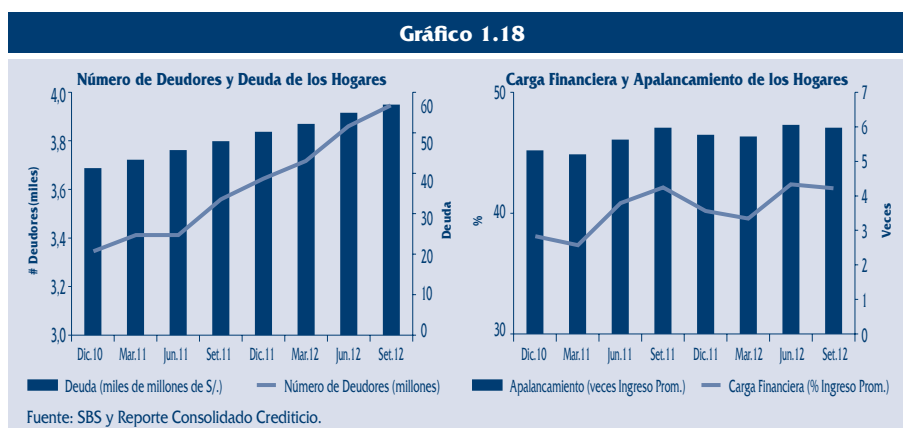
34 La cartera de alto riesgo agrega los créditos de los deudores con clasificación de riesgo Deficiente, Dudoso y Pérdida.

Cabe indicar que, entre diciembre de 2004 y setiembre de 2012, la deuda promedio de los deudores que tienen únicamente créditos de consumo (los que, a su vez, presentan el mayor nivel de CAR) ha venido creciendo a mayor ritmo (más que se ha duplicado) que la de los otros dos tipos de deudores de hogares (cuya deuda promedio creció en alrededor de 45%).



28. En el semestre, se observó un mayor número de deudores del sector hogares, en línea con el mayor monto de su deuda (ambos crecieron en 4,1%). Asimismo, los indicadores de endeudamiento de los hogares se mantuvieron estables e incluso algunos registraron mejoras.

Los niveles de carga financiera (cuota promedio/ ingreso promedio) y apalancamiento (deuda promedio/ ingreso promedio) reflejan la capacidad del deudor para pagar el crédito hasta su vencimiento y la capacidad de endeudamiento total que tiene la persona, respectivamente. Para estimar ambos indicadores, se ha construido una variable proxy del ingreso promedio de las personas, utilizando para ello la información de los aportes al Sistema Privado de Pensiones³⁵.



³⁵ Para un mayor detalle sobre la metodología de estimación de estos indicadores, ver el Recuadro 1 del Reporte de Estabilidad Financiera de Mayo 2012.





En ese sentido, en setiembre de 2012 y en promedio, el nivel de apalancamiento registró un nivel similar al observado en marzo de 2012 (5,8 veces), mientras que la carga financiera aumentó en dicho período (de 39,8% a 42,1%).

De acuerdo a un estudio desarrollado para Inglaterra, se estableció que un hogar se puede considerar sobreendeudado si la suma de su carga financiera por la deuda no garantizada (de consumo) y garantizada (hipotecaria) supera el 50% de los ingresos brutos mensuales del hogar³⁶. Usando dicho porcentaje como referencia para el caso peruano, se observa que, en promedio, el nivel de carga financiera es inferior al límite a partir del cual se considera sobre endeudado. No obstante, es importante seguir monitoreando el endeudamiento de los hogares, evaluándolo además a nivel microeconómico, debido a que pueden existir deudores que presenten un sobreendeudamiento.

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

Cabe mencionar que, ambos indicadores son muy sensibles a choques (positivos o negativos) que afecten el ingreso de las personas. Ello resulta perjudicial, ante un escenario negativo, principalmente para deudores que registran bajos niveles de ingresos, los que suelen presentar mayores niveles de carga financiera y de apalancamiento.

29. La cartera morosa³⁷ como porcentaje del crédito total a los hogares se mantiene en niveles bajos, aunque se incrementó ligeramente en el semestre marzo 2012 – setiembre 2012. Ello ocurrió básicamente en la cartera de consumo.

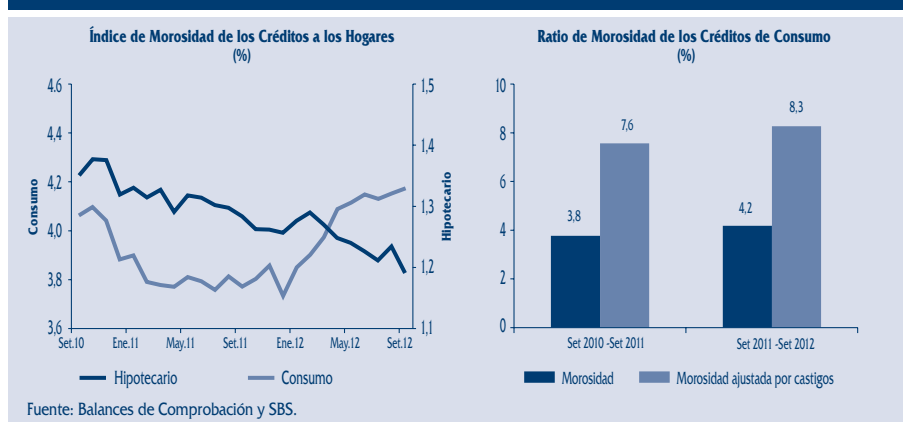
Cabe indicar que en los créditos de consumo se observa que las instituciones financieras realizan periódicamente castigos³⁸ de la cartera deteriorada, lo que tiene el efecto de reducir su ratio de morosidad. Así, si se aislara el efecto del flujo de castigos realizados durante los últimos 12 meses, se observa que tanto a setiembre de 2011 como a setiembre de 2012, el ratio de morosidad ajustado prácticamente duplicaría el ratio de morosidad observado. Más aún, ambos ratios de morosidad, tanto el observado como el ajustado por castigos, mostraron un incremento en junio de 2012 con respecto a los del año anterior.

36 Ver, Kempson, Elaine. "Over-indebtedness in Britain. A report to the Department of Trade and Industry". 2002.

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

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

Gráfico 1.19



Cuadro 1.15
RATIO DE MOROSIDAD DE LOS HOGARES CON EL SISTEMA FINANCIERO
(En porcentaje)

	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12
Total Deuda Hogares	2,8	2,8	2,9	3,0
Moneda Nacional	3,1	3,1	3,3	3,4
Moneda Extranjera	1,7	1,7	1,6	1,5
Consumo	3,8	3,7	4,0	4,2
Moneda Nacional	3,9	3,9	4,1	4,3
Moneda Extranjera	2,4	2,3	2,4	2,4
- Tarjeta de Crédito	4,6	4,6	5,0	5,1
Moneda Nacional	5,0	5,0	5,4	5,6
Moneda Extranjera	2,4	2,3	2,5	2,3
- Libre Disponibilidad	3,0	2,9	3,2	3,6
Moneda Nacional	3,0	3,0	3,2	3,7
Moneda Extranjera	2,6	2,4	2,5	2,5
- Convenio	1,9	1,8	1,8	1,9
Moneda Nacional	1,9	1,8	1,8	1,9
Moneda Extranjera	0,4	0,4	0,9	1,0
- Vehicular	2,8	2,9	3,1	2,8
Moneda Nacional	4,9	5,9	6,3	5,9
Moneda Extranjera	1,8	1,6	1,8	1,7
Hipotecario	1,3	1,3	1,3	1,2
Moneda Nacional	1,1	1,2	1,2	1,2
Moneda Extranjera	1,5	1,5	1,4	1,2

Fuente: Balance de comprobación.

A setiembre de 2012, el mayor nivel de morosidad en los créditos a hogares correspondió a la modalidad de tarjetas de crédito de consumo en moneda nacional (que representan el 94% del total de colocaciones con tarjeta de crédito). En el último semestre, los mayores incrementos en la morosidad se registraron en las colocaciones en moneda nacional bajo la modalidad de préstamos de libre



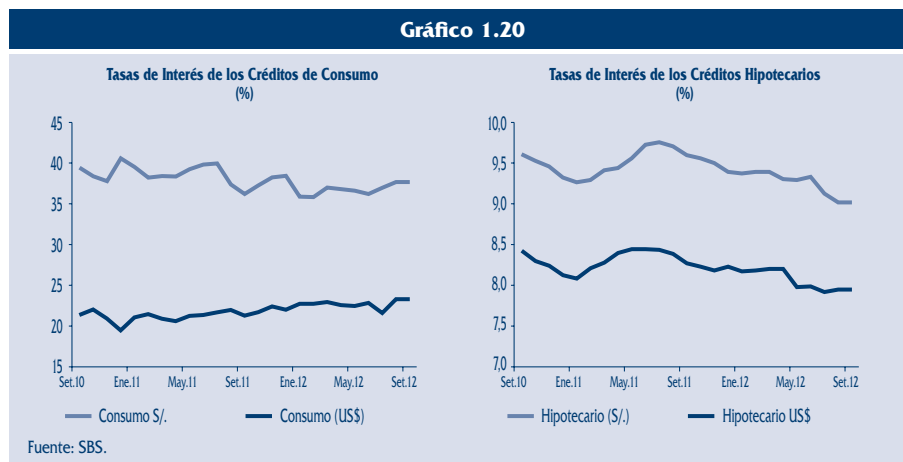


disponibilidad; mientras que en el último año, los mayores deterioros se observaron también en moneda nacional, bajo la modalidad de tarjeta de crédito, préstamos vehiculares y de libre disponibilidad.

30. Las tasas de interés de los créditos de consumo, tanto en nuevos soles como en dólares, se han venido incrementando en el semestre. En julio, el BCRP decidió actualizar el periodo base de encaje de abril a agosto de 2012 y elevar las tasas de encaje medio en moneda nacional y extranjera en 0,5 puntos porcentuales. Además se modificó el monto o el porcentaje exonerado del encaje en moneda nacional, para lo cual la deducción pasa del monto menor entre 5,6% de la base y S/. 50 millones al monto menor entre el 7,0% de la base y S/. 80 millones. Esta disposición entró en vigencia a partir de setiembre de este año.

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.

Por su parte, las tasas de interés de los créditos hipotecarios, en ambas monedas, vienen mostrando niveles mínimos históricos.



RECUADRO 5
INCLUSIÓN FINANCIERA, CRECIMIENTO ECONÓMICO Y DESIGUALDAD³⁹

Inclusión Financiera

Existen muchas definiciones de inclusión financiera. De forma general, se puede decir que existe inclusión financiera si todos los agentes económicos (individuos y empresas) tienen la oportunidad de acceder a los servicios financieros que requieran con el fin de maximizar su bienestar. Así, la inclusión financiera se refiere tanto a la provisión adecuada de los servicios financieros como su uso apropiado por parte de todos los miembros de la economía.

Levine (2005), clasifica las funciones que provee el sistema financiero en cinco grupos: (i) proporciona información valiosa para evaluar proyectos; (ii) permite que se practique gobierno corporativo; (iii) facilita el manejo de riesgos; (iv) facilita la movilización de ahorros⁴⁰; y (v) reduce los costos para la realización de las transacciones. La inclusión financiera, entonces, puede entenderse como la posibilidad de que estas funciones estén disponibles para todos aquellos que lo deseen y que sean usadas eficientemente.

La naturaleza de estas funciones no necesariamente implica que un sistema financiero eficiente es aquel que se basa principalmente en bancos. En general, la literatura presenta argumentos a favor y en contra de un sistema financiero cuya estructura priorice bancos o el desarrollo de mercados financieros⁴¹. En la práctica, sin embargo, la experiencia de muchos países en desarrollo como el Perú muestra que las instituciones financieras bancarias y no bancarias dedicadas al segmento minorista han contribuido a la inclusión financiera, a través de créditos a individuos y a la micro y pequeña empresa (MYPE).

Desde hace algunos años, y bajo la denominación de inclusión financiera, los países han tratado de incrementar el acceso a los servicios provistos por el sistema financiero, tanto a nivel de individuos como de empresas. Simultáneamente, muchos gobiernos se han preocupado por mejorar la educación financiera de sus habitantes, para que de esta forma puedan usar los servicios financieros existentes de forma eficiente.

Una de las formas más comunes ha sido el modelo del "agente bancario", que consiste en proporcionar servicios bancarios a través de agentes que no son bancos, como por ejemplo tiendas, supermercados, farmacias, oficinas de correo, etc. Como se menciona en AFI (2012)⁴², este modelo permite a los bancos expandir sus servicios a áreas donde no tendrían incentivos de establecer una agencia, como por ejemplo en zonas rurales y pobres. A nivel mundial países como Filipinas, Kenia, Pakistán, India, Sudáfrica y Uganda han aplicado el modelo de agente bancario; en América Latina, los países que han seguido esta estrategia han sido Argentina, Bolivia, Brasil,

39 La mayoría de referencias bibliográficas puede obtenerse de Levine (2005), "A survey of recent developments in the literature of finance and growth", Journal of Economic Surveys, Wiley Blackwell, Vol. 22(3), p. 536-576.

40 Bagehot (1873, p. 3-4) señala que la mayor diferencia entre Inglaterra y otros países más pobres fue que el sistema financiero inglés pudo movilizar muchos capitales para realizar trabajos de gran envergadura.

41 Ver Levine (2005).

42 AFI, Alliance for Financial Inclusion (2012), "Agent Banking in Latin America", En: Inclusión Financiera: Aproximaciones teóricas y prácticas. Banco Central de Ecuador y AFI, 2012.





Perú, Colombia, Ecuador, México y Venezuela. En Brasil, el país con más años de experiencia, los agentes bancarios cubren más del 99% de los municipios.

En Guatemala, Banrural es un banco privado, aunque de orígenes mixtos⁴³, que puede considerarse un caso de éxito de inclusión financiera. Este banco ha logrado tener un número de clientes que representa casi el 40% de la población de Guatemala y está presente en todas las regiones del país. Atiende principalmente a clientes rurales y ofrece una amplia gama de servicios financieros: seguros de vida, seguros cáncer para la mujer, club de ahorro y educación financiera para mujeres sin acceso a la banca (amas de casa), banca por celular, entre otros. En comparación a otros bancos de Centroamérica, es el primero en rentabilidad y ganancias y sexto en tamaño.

Crecimiento y Desigualdad

En general, las políticas de inclusión financiera se basan en la existencia de un posible efecto causal del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico, la equidad en la distribución del ingreso y el alivio de la pobreza.

A. Desarrollo financiero y crecimiento

El grado de desarrollo e intermediación financiera tiene efectos sobre las decisiones de ahorro e inversión de la economía y, por ende, sobre el nivel de actividad y el crecimiento económico. El estudio de esta relación se remonta a Adam Smith quien en Smith (1776) enfatiza el rol del dinero como medio para reducir los costos de las transacciones, facilitando la especialización en los procesos productivos (división del trabajo) y, a su vez, permitiendo que sea posible la innovación y el crecimiento económico. Posteriormente, Bagehot (1873) y Schumpeter (1912), afirman que los bancos pueden estimular la innovación y el crecimiento económico futuro, identificando y financiando inversiones productivas. Desde entonces, el análisis de la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico se ha concentrado en el papel de los bancos y, recientemente, se ha extendido al rol de los mercados de capitales.

De acuerdo a Levine (2005) y Ang (2007)⁴⁴, si bien se comparte la opinión de que existe una relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico, aún no existe consenso sobre la dirección de la relación causal. Por un lado, Robinson (1952) afirma que los bancos responden pasivamente a la evolución del crecimiento económico, mientras que el premio nobel Robert E. Lucas, Jr. afirma en Lucas (1988) que los economistas sobre-enfatizan el rol del sistema financiero. Por otro lado, el premio nobel Merton Miller afirma en Miller (1998) que la contribución de los mercados financieros al crecimiento económico es una proposición tan evidente que no tiene sentido discutirla.

B. Distribución del ingreso

La literatura sobre la relación entre desarrollo financiero y distribución del ingreso proporciona resultados conflictivos. Por un lado, Banerjee y Newman (1993), Galor y Zeira (1993) y Aghion

43 Banrural es un banco privado que nace de la reestructuración que convertía al banco estatal (BANDESA) en uno privado (BANRURAL, S.A).

44 Ang, J. (2007), "A survey of recent developments in the literature of finance and growth", Journal of Economic Surveys, Wiley Blackwell, Vol. 22(3), p. 536-576.

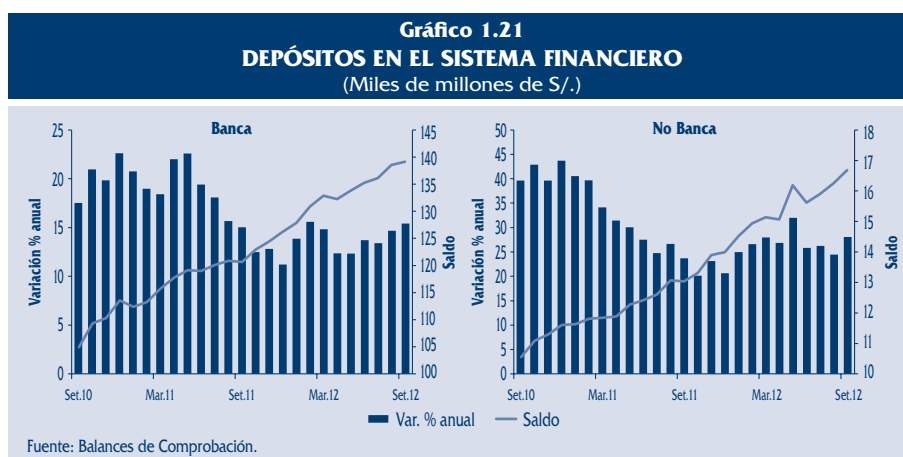
y Bolton (1997) muestran que las asimetrías de información generan restricciones de créditos importantes para los pobres, porque estos no tienen los recursos para financiar sus proyectos ni los colaterales (o conexiones políticas) para acceder al crédito bancario, por lo cual la inclusión financiera tendría efectos positivos sobre la distribución del ingreso y el alivio de la pobreza. Asimismo, Morck, Wolfenzon y Yeung (2005) sugieren que la mejora en el funcionamiento de los sistemas financieros hace que los servicios financieros estén al alcance de una proporción más grande de la población, permitiendo así la posibilidad de inclusión financiera.

Sin embargo, la literatura también sugiere que la relación puede cambiar dependiendo del estado de la economía. Lamoreaux (1994) y Haber (1991, 2005) señalan que, especialmente en las etapas iniciales del desarrollo financiero, el acceso a los servicios financieros, especialmente al crédito, está limitado a los que tienen riqueza y los que están bien conectados. De esta forma, a pesar de que el desarrollo financiero puede impulsar el crecimiento económico, no es claro si amplía o reduce la brecha de desigualdad en el ingreso.

Greenwood y Jovanovic (1990), sugieren que la relación entre desigualdad en el ingreso y desarrollo financiero puede describirse a través de una curva en forma de “U” invertida: inicialmente, el desarrollo financiero tiene efectos negativos sobre los pobres; pero, luego de un periodo de desarrollo, los beneficios son positivos. Recientemente, Clark, Xu y Zou (2006)⁴⁵, muestran empíricamente que en el largo plazo la desigualdad es menor cuando el desarrollo financiero es mayor. Sin embargo, la posibilidad de que la desigualdad aumente con un mayor desarrollo financiero no es un resultado robusto. De esta forma, los autores rechazan empíricamente que el desarrollo financiero sólo afecta a los ricos.

1.5 Depósitos en el Sistema Financiero

31. Los depósitos en el sistema financiero registran un crecimiento de 17,0% en setiembre de 2012 con respecto a igual mes del año pasado, destacando el aumento en las entidades no bancarias en moneda nacional de 31,4%.



45 Clarke, G.; Xu, L. y Heng-fu Zou (2006), “Finance and Income Inequality: What Do the Data Tell Us?”, Southern Economic Journal, Vol. 72, No. 3, p. 578-596.





Cuadro 1.16
DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/
(Millones de S/.)

	Set.10	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12	Set.12 / Set.11	
						Flujo	Var.%
Sistema Financiero 2/	120 860	140 270	147 896	155 046	164 105	23 835	17,0
Moneda Nacional	70 452	83 283	87 950	95 226	102 851	19 568	23,5
Moneda Extranjera	50 408	56 987	59 946	59 820	61 254	4 267	7,5
% dolarización	41,7%	40,6%	40,5%	38,6%	37,3%		
Banca	104 859	120 622	126 226	132 875	139 188	18 567	15,4
Moneda Nacional	56 450	65 847	68 541	75 405	80 302	14 455	22,0
Moneda Extranjera	48 409	54 774	57 685	57 470	58 886	4 112	7,5
% dolarización	46,2%	45,4%	45,7%	43,3%	42,3%		
No Banca 3/	10 540	13 033	13 991	15 143	16 688	3 655	28,0
Moneda Nacional	8 911	11 330	12 236	13 304	14 890	3 560	31,4
Moneda Extranjera	1 629	1 703	1 754	1 840	1 798	95	5,6
% dolarización	15,5%	13,1%	12,5%	12,1%	10,8%		

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

2/ Sistema Financiero incluye los depósitos del sector privado en el Banco de la Nación.

3/ No incluye el Banco de la Nación.

Fuente: Balances de Comprobación.

32. 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 apreciación del tipo de cambio. La tasa de crecimiento de los depósitos en moneda nacional en el último semestre fue 7,3% (versus 14,9% en el semestre anterior) y el de moneda extranjera, 2,3% (versus 5,0% el semestre anterior).

La dolarización de los depósitos en la banca y en las entidades no bancarias mostró una disminución, mientras que la de las colocaciones registró un leve aumento.

En el caso de la banca, la disminución de la dolarización en los depósitos, que pasó de 43,3% a 42,3% en el último semestre, y el leve aumento de la dolarización de las colocaciones, de 49,5% a 49,8%, fue impulsado por las expectativas de apreciación de la moneda local. En el caso de las entidades no bancarias, al igual que en la banca, la disminución de la dolarización en el último semestre fue más notoria en depósitos.



33. Las tasas de interés pasivas presentan una tendencia decreciente, tanto en moneda nacional como extranjera, desde setiembre de 2010. Esto se observa especialmente para el caso de las CMAC y las CRAC.

Cuadro 1.17
TASAS DE INTERÉS PASIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO
(En porcentaje)

		Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
		Ahorro	Plazo*	CTS	Ahorro	Plazo*	CTS
Banca	Set.10	0,42	5,22	3,38	0,29	1,36	2,18
	Set.11	0,35	4,94	3,23	0,25	1,59	1,71
	Dic.11	0,34	4,91	2,67	0,25	1,9	1,62
	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 ↑
Financieras	Set.10	2,72	5,53	11,45	1,74	3,00	4,98
	Set.11	1,43	6,44	10,77	1,02	1,93	4,87
	Dic.11	1,81	6,37	10,34	1,00	2,37	4,34
	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 ↓
CM	Set.10	1,14	8,19	11,11	0,77	4,37	5,72
	Set.11	0,92	7,56	10,74	0,53	3,87	5,74
	Dic.11	0,93	8,00	11,03	0,58	4,20	5,73
	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 ↓
CRAC	Set.10	1,07	10,63	13,91	0,61	5,24	7,16
	Set.11	0,99	8,80	12,47	0,53	5,39	6,22
	Dic.11	0,76	8,64	12,03	0,52	5,42	4,61
	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 ↓

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





Cuadro 1.18
TASAS DE INTERÉS PASIVAS POR ENTIDAD
(En porcentaje)

	Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
	Ahorro	Plazo 360d	Plazo > 360d	Ahorro	Plazo 360d	Plazo > 360d
Promedio Banca	0,40	4,18	4,53	0,24	1,39	1,84
Continental	0,48	4,12	3,77	0,26	1,38	1,57
Comercio	2,03	4,86	5,87	0,90	2,40	2,54
Crédito	0,22	4,03	4,27	0,14	0,98	-
Financiero	0,90	4,39	6,51	0,91	2,61	3,00
BanBIF	1,34	4,08	4,21	0,71	1,88	3,22
Scotiabank	0,80	2,39	2,90	0,34	0,80	0,98
Citibank	0,96	3,48	4,43	0,24	0,48	0,75
Interbank	0,30	3,94	2,05	0,27	0,94	1,04
Mibanco	0,82	4,23	6,19	0,53	1,77	2,44
HSBC	2,42	4,15	4,78	0,67	1,63	2,59
Falabella	3,36	4,85	6,02	2,00	2,64	3,68
Santander	-	-	-	-	1,10	1,45
Ripley	0,75	4,54	5,48	0,50	0,40	0,80
Azteca	1,00	7,75	9,27	0,25	3,67	-
Deutsche	-	-	-	-	-	-
Cencosud	-	-	-	-	-	-
Promedio Financieras	1,52	4,91	5,50	0,86	2,25	2,82
Crediscotia	1,50	4,37	5,56	1,01	2,27	2,82
América	-	1,00	1,00	-	-	-
TFC	-	6,31	7,25	-	3,50	4,00
Universal	-	4,95	8,15	-	-	-
Uno	-	-	-	-	-	-
Mitsui	-	-	-	-	-	-
Edyficar	-	4,56	4,20	-	-	1,55
Crear	1,55	7,83	7,76	-	-	-
Confianza	1,54	4,44	6,09	0,21	0,60	0,70
Efectiva	-	-	-	-	-	-
Proempresa	-	-	-	-	-	-
Promedio CMAC	0,89	5,12	6,86	0,48	2,77	3,23
Arequipa	1,34	5,66	6,76	0,48	2,75	3,10
Cusco	0,78	5,26	5,67	0,49	2,34	2,61
Del Santa	0,60	5,94	6,04	0,50	2,74	3,18
Huancayo	0,92	4,38	6,05	0,39	2,29	2,59
Ica	1,66	5,78	7,46	0,75	3,11	3,65
Maynas	0,91	4,83	7,97	0,25	2,08	3,25
Paita	0,87	5,87	8,39	0,45	4,12	4,37
Pisco	2,00	7,81	8,42	-	-	-
Piura	1,48	5,16	7,17	1,49	3,78	3,99
Sullana	0,89	4,26	6,65	0,30	3,19	4,96
Tacna	1,00	5,58	7,38	0,92	2,97	3,58
Trujillo	0,63	4,84	7,29	0,20	2,25	2,54
CMCP Lima	1,31	5,59	6,36	1,00	3,33	3,87
Promedio CRAC	0,86	6,07	7,73	0,29	4,23	5,12
Cajamarca	1,50	7,74	8,95	1,00	4,95	4,88
Chavín	1,97	5,70	8,35	1,50	2,80	3,30
Sipán	0,72	6,43	6,93	0,50	2,89	-
Libertadores de Ayacucho	1,31	6,14	7,36	1,00	3,50	4,00
Los Andes	1,98	7,70	9,56	1,25	3,78	4,75
Nuestra Gente	0,66	5,39	6,19	0,15	0,60	0,70
Profinanzas	1,92	7,52	8,37	0,99	2,81	4,14
Prymera	1,02	3,25	6,08	0,46	2,82	2,37
Credinka	2,26	5,17	8,38	1,00	4,14	4,39
Señor de Luren	1,26	6,34	8,99	0,71	4,66	5,70
Incasur	1,17	-	8,50	-	-	-

Fuente: SBS.

34. 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 1.19								
RANKING DE DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO (Setiembre de 2012)								
Ranking	Entidad	Vista		Entidad	Ahorro		Entidad	Part. %
		Part. %			Part. %			
		Set.11	Set.12		Set.11	Set.12		
1	Crédito	39,3%	40,3%	Crédito	41,3%	41,9%		
2	Continental	22,9%	23,1%	Continental	23,0%	24,3%		
3	Scotiabank	17,3%	17,4%	Interbank	13,5%	13,0%		
4	Interbank	8,6%	8,2%	Scotiabank	13,4%	12,6%		
5	Citibank	5,6%	5,8%	CMAC Arequipa	1,5%	1,8%		
6	BanBIF	2,1%	2,1%	Mibanco	2,1%	1,7%		
7	Santander	1,4%	0,9%	BanBIF	1,8%	1,6%		
8	Financiero	0,7%	0,7%	Financiero	1,4%	1,1%		
9	HSBC	1,0%	0,6%	Citibank	0,9%	0,7%		
10	Comercio	0,8%	0,4%	CMAC Piura	0,4%	0,6%		

Fuente: Balances de Comprobación.

RANKING DE DEPÓSITOS A PLAZO Y TOTALES DEL SISTEMA FINANCIERO (Setiembre de 2012)									
Ranking	Entidad	Plazo				Total			
		CTS		Resto de Depósitos a Plazo		Entidad	Part. %		
		Set.11	Set.12	Entidad	Set.11		Set.12	Set.11	Set.12
1	Crédito	55,8%	55,0%	Crédito	22,9%	24,9%	Crédito	34,3%	35,4%
2	Continental	21,5%	21,7%	Continental	25,1%	23,3%	Continental	23,7%	23,4%
3	Interbank	8,2%	8,1%	Scotiabank	14,0%	12,1%	Scotiabank	14,5%	13,5%
4	Scotiabank	8,2%	7,6%	Interbank	8,8%	11,3%	Interbank	9,8%	10,6%
5	CMAC Arequipa	1,9%	2,0%	Mibanco	4,6%	6,6%	BanBIF	3,1%	2,9%
6	BanBIF	1,5%	1,8%	HSBC	6,5%	5,3%	Mibanco	2,1%	2,9%
7	CMAC Piura	0,9%	1,2%	BanBIF	4,7%	4,6%	Citibank	3,1%	2,7%
8	Comercio	0,5%	1,0%	Financiero	4,7%	4,4%	Financiero	2,4%	2,4%
9	CMAC Trujillo	0,9%	0,8%	Fin. Crediscotia	4,1%	4,1%	HSBC	2,3%	2,3%
10	CRAC Sr. de Luren	0,8%	1,3%	Santander	3,4%	3,2%	CMAC Arequipa	2,4%	2,2%

Fuente: Balances de Comprobación.

I.6 Indicadores de Solidez del Sistema Financiero

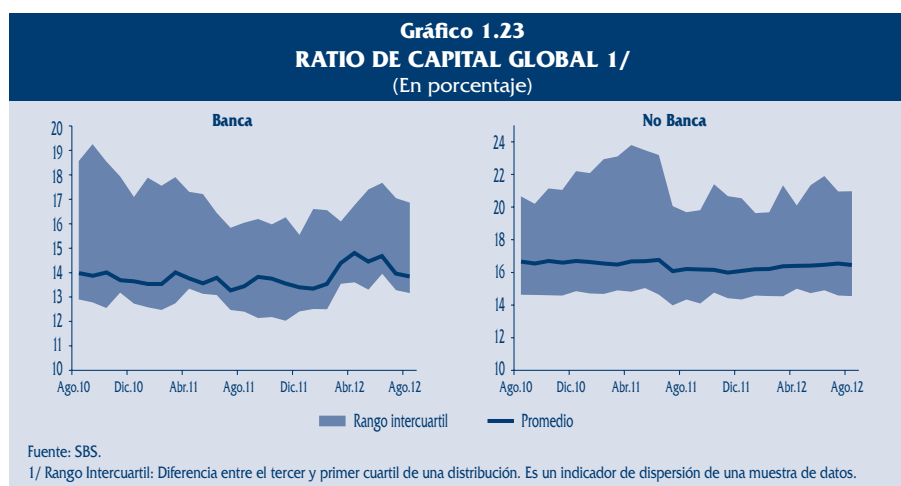
35. Para evaluar la solidez de las entidades financieras se toma en cuenta un conjunto de indicadores para evaluar la suficiencia de capital, la calidad de sus activos, la eficiencia en la gestión de dichos activos, la rentabilidad y la liquidez.





Suficiencia de Capital

36. **El ratio de capital global⁴⁶ del sistema financiero se mantuvo en niveles adecuados, tanto en la banca como en las entidades no bancarias.** Desde julio de 2011, el requerimiento mínimo de patrimonio efectivo sobre el total de activos y contingentes ponderados por riesgo es de 10%; y, como se muestra en el gráfico siguiente, ambos tipos de instituciones sobrepasan holgadamente dicho requerimiento. De marzo a agosto de este año, el ratio de capital global de la banca disminuyó de 14,4% a 13,8%, mientras que el de las entidades no bancarias aumentó levemente de 16,8% a 16,7%.



Cuadro 1.20
RATIO DE CAPITAL GLOBAL
(Porcentaje de activos ponderados por riesgo)

	Set.10	Set.11	Dic.11	Mar.12	Ago.12
Total Sistema	14,3	14,2	13,8	14,7	14,2
1 Banca	13,9	13,8	13,4	14,4	13,8
2 No Bancaria	17,3	16,6	16,5	16,8	16,7
- Financieras	15,9	15,3	15,3	15,8	16,2
- Cajas Municipales	16,4	16,6	16,4	16,5	16,2
- Cajas Rurales	15,7	13,9	14,4	14,5	13,7
- Edpymes	22,1	21,3	20,4	21,5	22,7
3 Banco de la Nación	23,9	24,2	23,9	21,4	20,3

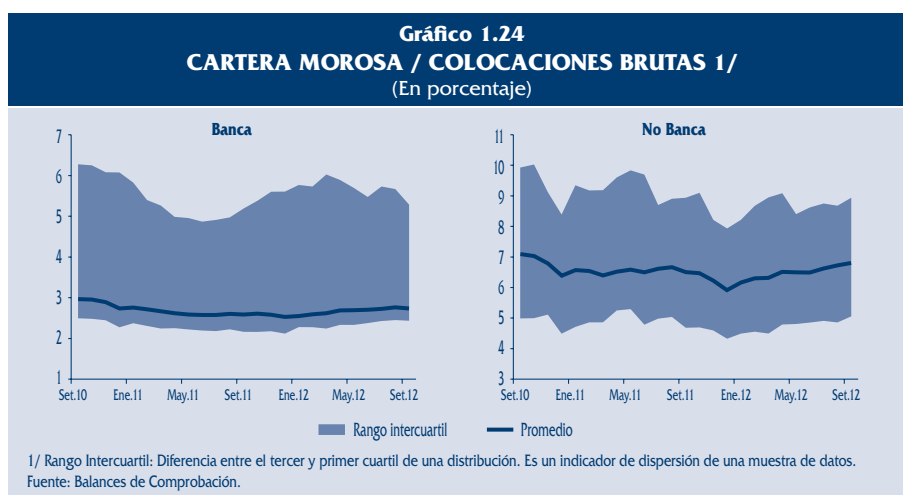
Fuente: SBS.

46 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.

Calidad de Activos

37. **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 2,61% a 2,73%; mientras que en las entidades no bancarias, de 6,30% a 6,81%.

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 entidades no bancarias se observó una distribución más uniforme con respecto al promedio.



Al igual que en el caso del indicador de exposición patrimonial al riesgo de crédito, 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.

Cuadro 1.21
CARTERA MOROSA / COLOCACIONES BRUTAS
(En porcentaje)

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

Fuente: Balances de Comprobación.





38. 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 crédito (de 3,89% a 4,5%) fue reflejo del aumento del ratio de cartera morosa / colocaciones brutas (de 3,11% a 3,29%) y de la disminución del ratio de provisiones específicas / cartera morosa (de 80,86% a 78,32%).

Cuadro 1.22
INDICADORES DE RIESGO DE CRÉDITO
(En porcentaje)

		Banca	No Banca	Sistema	
Cartera Morosa Neta de Provisiones Específicas / Patrimonio 1/	Set.10	4,39	5,73	4,58	
	Set.11	3,78	5,11	3,99	
	Mar.12	3,63	5,22	3,89	
	Set.12		4,21	6,06	4,50
Cartera Pesada / Colocaciones Brutas 2/	Set.10	1,73	5,30	2,21	
	Set.11	1,57	4,96	2,02	
	Mar.12	1,65	4,79	2,07	
	Set.12		1,74	5,29	2,22
Cartera Morosa / Colocaciones Brutas	Set.10	2,98	7,11	3,53	
	Set.11	2,58	6,50	3,10	
	Mar.12	2,61	6,30	3,11	
	Set.12		2,73	6,81	3,29
Provisiones Específicas / Cartera Morosa	Set.10	75,39	84,93	77,94	
	Set.11	78,08	85,54	80,16	
	Mar.12	79,33	84,90	80,86	
	Set.12		76,26	83,58	78,32

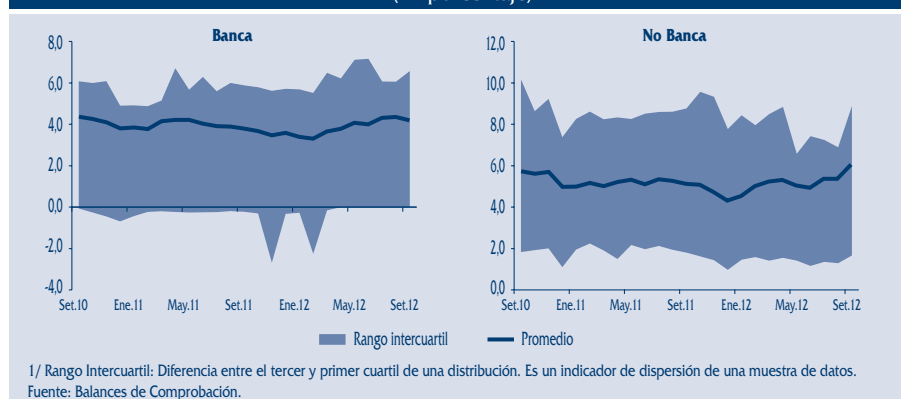
1/ La cartera morosa es el agregado de la cartera pesada, la refinanciada y la reestructurada.

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

Fuente: Balances de Comprobación.

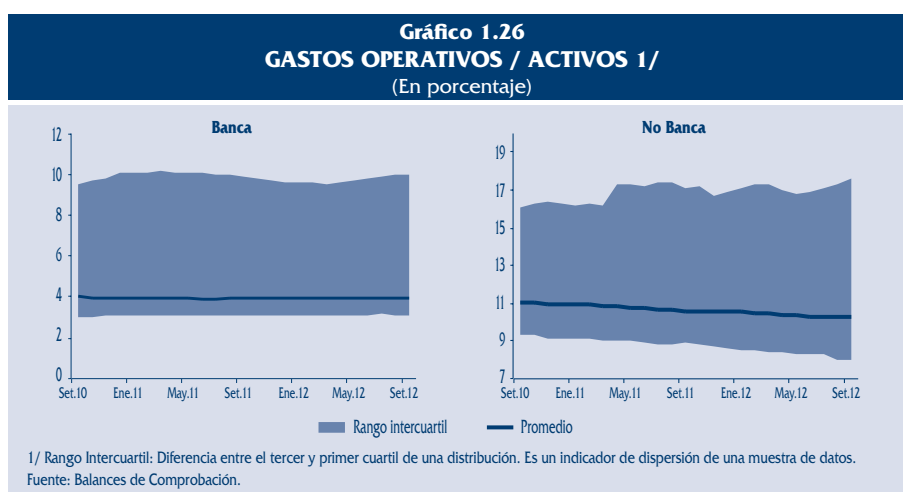
El ratio de exposición patrimonial al riesgo de crédito (cartera morosa neta de provisiones específicas / patrimonio) mostró un incremento moderado tanto en la banca como en las entidades no bancarias. Los bancos incrementaron el ratio en 0,58 puntos porcentuales en los últimos seis meses, mientras que las entidades no bancarias lo hicieron en 0,84 puntos porcentuales.

Gráfico 1.25
CARTERA MOROSA NETA DE PROVISIONES / PATRIMONIO 1/
(En porcentaje)



Eficiencia en la Gestión

39. **El ratio de gastos operativos sobre activos (gastos operativos anuales / activos promedio) mostró una tendencia estable durante el último semestre, tanto en la banca como en las entidades no bancarias.** La banca no mostró variación, mientras que las entidades no bancarias mostraron una disminución (de 10,42% a 10,23%). 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 1.23
GASTOS OPERATIVOS / ACTIVO PROMEDIO
(En porcentaje)

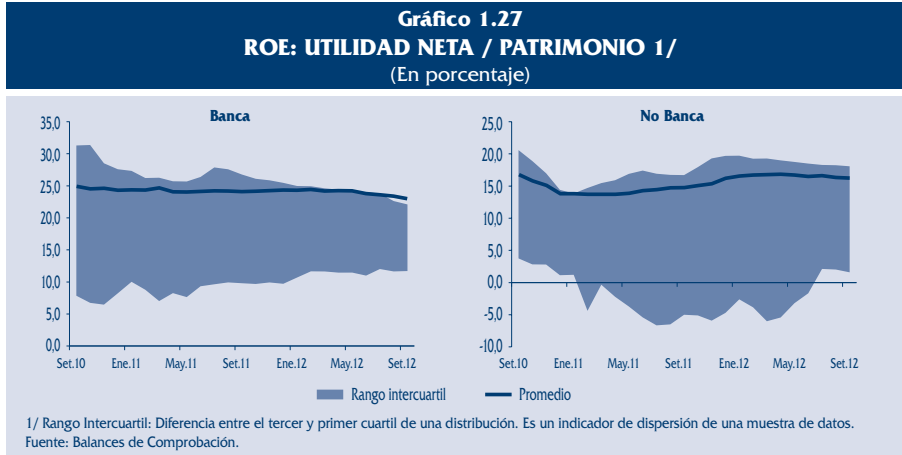
	Set.10	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12
Total Sistema	4,7	4,6	4,6	4,6	4,6
1 Banca	4,0	3,9	4,0	4,0	4,0
2 No Bancaria	11,1	10,6	10,6	10,4	10,2
- Financieras	16,2	13,1	12,9	12,4	11,8
- Cajas Municipales	8,8	8,6	8,6	8,5	8,5
- Cajas Rurales	10,5	10,2	10,0	10,0	10,3
- Edpymes	10,0	16,5	16,9	17,2	16,9
3 Banco de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

Fuente: Balances de Comprobación.

Rentabilidad

40. **La rentabilidad sobre el patrimonio, medida a través del ROE (utilidad neta anual / patrimonio promedio), se redujo levemente en los últimos seis meses tanto en la banca como en las entidades no bancarias.** El ROE de la banca pasó de 24,21% a 22,91%, y el de las entidades no bancarias se redujo, en promedio, de 16,83% a 16,29%.



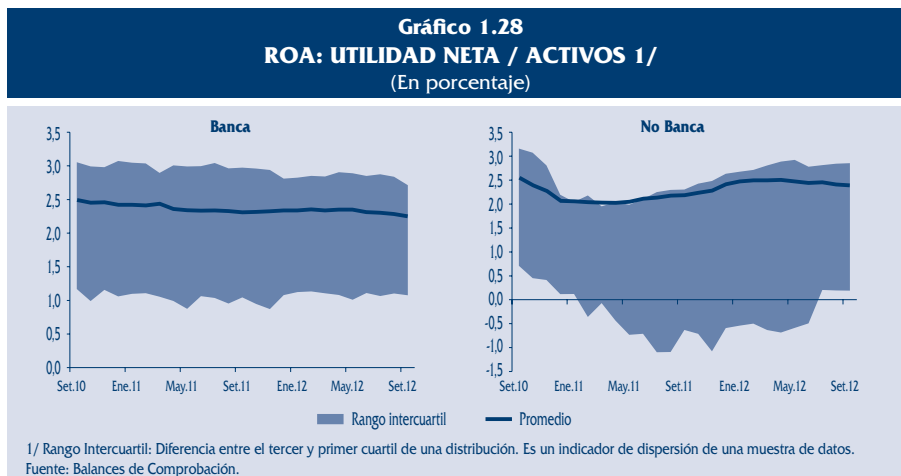


Cuadro 1.24
RENTABILIDAD ROE: UTILIDAD NETA / PATRIMONIO
(En porcentaje)

	Set.10	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12
Total Sistema	22,8	23,5	23,5	23,8	22,9
1 Banca	25,0	24,1	24,4	24,2	22,9
2 No Bancaria	16,9	14,7	16,2	16,8	16,3
- Financieras	28,9	19,1	20,0	20,5	21,7
- Cajas Municipales	15,4	15,9	17,8	18,2	16,3
- Cajas Rurales	8,2	5,6	8,1	9,9	8,5
- Edpymes	0,5	3,4	3,2	3,2	4,5
3 Banco de la Nación	11,4	33,3	28,1	33,4	36,3

Fuente: Balances de Comprobación.

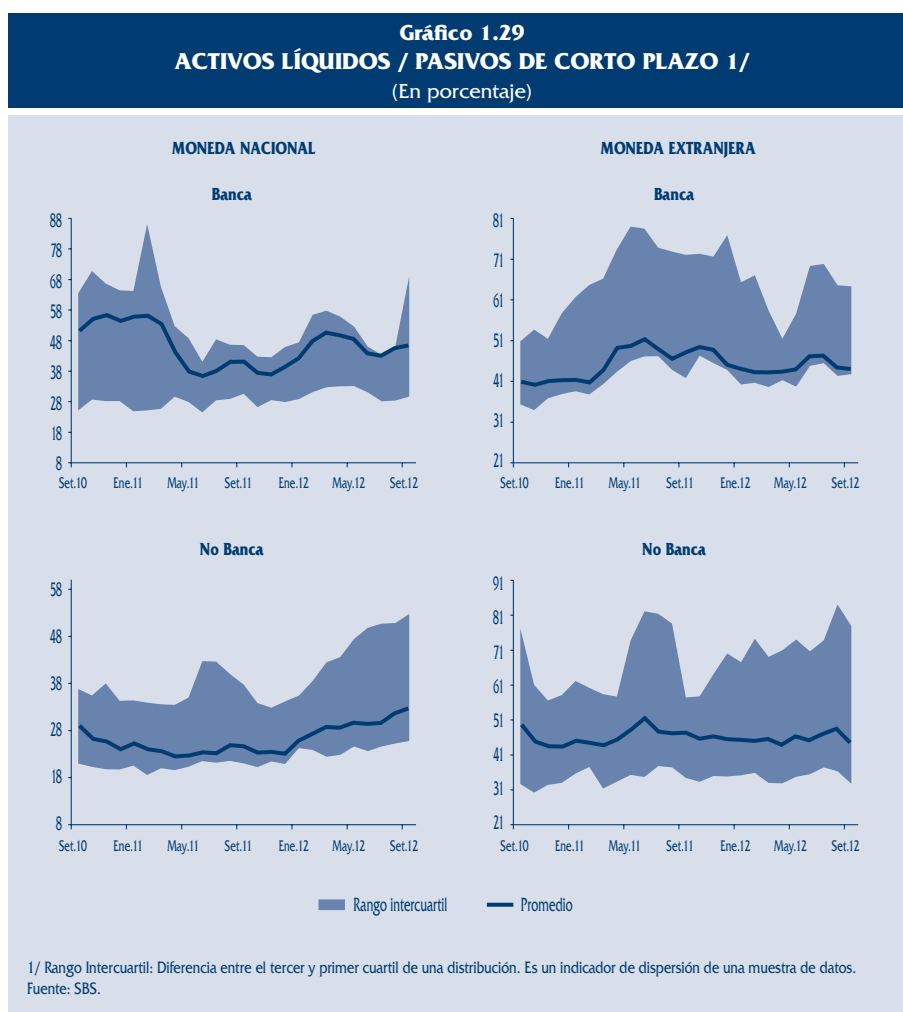
41. **La rentabilidad sobre el activo, medida a través del ROA (utilidad neta anual / activos promedio), de la banca y de las entidades no bancarias mostró una evolución similar a la del ROE en los últimos seis meses. El ROA de la banca pasó de 2,33% a 2,24%, y el de las entidades no bancarias, de 2,50% a 2,39%. El gráfico muestra que algunas entidades no bancarias que tenían utilidades negativas, han empezado a mostrar resultados positivos.**



Como se señaló en publicaciones anteriores, aquellas entidades que venían mostrando resultados negativos tomaron acciones correctivas para fortalecer su situación financiera.

Liquidez

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





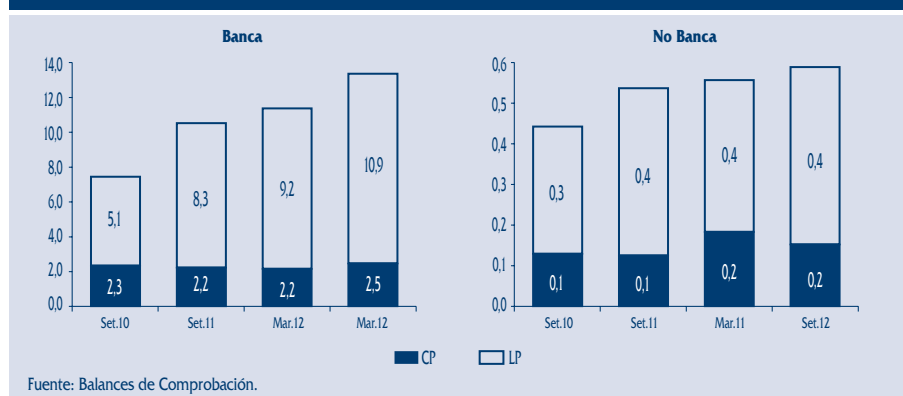
Cuadro 1.25
ACTIVOS LÍQUIDOS / PASIVOS DE CORTO PLAZO
(En porcentaje)

Moneda Nacional					
	Set.10	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12
Total Sistema	49,1	38,5	36,7	47,3	44,3
1 Banca	51,3	40,9	39,2	50,7	46,4
2 No Bancaria	29,1	24,5	22,9	28,8	32,7
- Financieras	18,1	20,7	18,3	28,1	31,6
- Cajas Municipales	29,8	26,5	25,6	29,2	32,8
- Cajas Rurales	26,1	26,9	25,1	29,3	36,3
- Edpymes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3 Banco de la Nación	86,4	81,0	83,6	86,4	86,2
Moneda Extranjera					
	Set.10	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12
Total Sistema	40,9	48,2	45,0	43,2	44,0
1 Banca	40,7	48,2	45,0	43,1	44,0
2 No Bancaria	49,9	47,4	45,4	45,5	44,2
- Financieras	n.d.	43,6	34,6	42,1	37,6
- Cajas Municipales	49,7	47,7	48,0	45,1	45,5
- Cajas Rurales	50,6	53,8	53,8	58,6	56,0
- Edpymes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3 Banco de la Nación	108,1	115,0	112,6	96,8	93,6

Fuente: SBS.

43. **Los adeudados con el exterior del sistema financiero se incrementaron en US\$ 2 029 millones en el último semestre, explicado por los de largo plazo (US\$ 1 741 millones) y, en menor medida, por los de corto plazo (US\$ 287 millones).** La banca lideró este proceso, principalmente por el incremento de los adeudados con el exterior de largo plazo. Cabe señalar que en el caso de la banca, la participación de los adeudados con el exterior de corto plazo se redujo al pasar de 21,1% en setiembre de 2011 a 18,5% en setiembre de 2012.

Gráfico 1.30
ADEUDADOS CON EL EXTERIOR DEL SISTEMA FINANCIERO
(Miles de Millones de US\$)



**RECUADRO 6
LA IMPORTANCIA DE MEDIR LA ESTABILIDAD FINANCIERA**

La estabilidad financiera siempre ha sido un objetivo, al menos implícito, de los bancos centrales, pero en estos últimos años ha cobrado mayor relevancia debido a la reciente crisis financiera internacional *subprime* de 2007 – 2009. Esta crisis puso en el orden del día de los bancos centrales la relevancia de focalizar sus esfuerzos en preservar la estabilidad financiera, además de su tradicional objetivo de estabilidad monetaria. Surge así una agenda en los bancos centrales que consiste en el diseño e implementación de nuevos instrumentos macroprudenciales para preservar la estabilidad del sistema financiero, así como el monitoreo de otros riesgos (como el de interconexión, entre otros).

A diferencia de la estabilidad monetaria, no existe consenso en la definición de estabilidad financiera y menos aún sobre la forma de medirla. En la literatura se puede encontrar una serie de definiciones, en las cuales destaca la idea de la ausencia de episodios sistémicos en los que el sistema financiero funcione inadecuadamente y que, además, el sistema financiero sea capaz de revertir situaciones de estrés. A esta aproximación, usualmente se añade la importancia del adecuado funcionamiento de los mercados financieros, de forma tal que posibilite la asignación eficiente de los recursos financieros.

Otra forma de definir la estabilidad financiera es por oposición al concepto de inestabilidad financiera, el cual a su vez se deriva de un conjunto de condiciones suficientes para el surgimiento de una situación de crisis financiera, definida como un evento en el cual ocurren pérdidas sustanciales en las instituciones financieras que podrían causar serios problemas en el sector real.

En concreto, a partir de todas estas definiciones se puede señalar que la “estabilidad financiera” involucra la estabilidad de los mercados así como de todos sus participantes, desde los intermediarios financieros hasta la infraestructura financiera, que incluye el sistema de pagos y el marco legal. En ese sentido, la estabilidad financiera implica la estabilidad de sus cinco pilares: los intermediarios financieros (entidades bancarias y no bancarias); el mercado de capitales; el mercado de dinero; el sistema de pagos; y, el marco legal.

PILARES DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA⁴⁷



47 Tomado de Espino (2012).





Si la definición de estabilidad financiera es un tópico en el cual no existe consenso, su medición es un tema en el que aún hay mucho por explorar. La elaboración de un solo indicador que reúna y refleje la situación de todos los pilares de la estabilidad financiera, de manera tal que permita tener una medida sobre la cual se pueda analizar su evolución y tomar acciones de política⁴⁸, es un reto actual para los reguladores en términos operacionales.

A pesar de ello, existen diversos trabajos enfocados en la medición del primer pilar, esto es, de la estabilidad (o de la fragilidad) de los intermediarios financieros (principalmente, del sistema bancario). Un indicador usualmente utilizado de solidez para las entidades financieras bancarias y no bancarias es el basado en la metodología CAMEL⁴⁹, que consiste en la construcción de un índice agregado que sintetiza la posición de una entidad financiera, a partir de la suma ponderada de los indicadores de los cinco factores de riesgo que conforman dicho índice.

Existen diversos enfoques para la elaboración de índices de solidez de las entidades financieras en base a la metodología CAMEL, tales como el propuesto por Budnevich y Franken (2003)⁵⁰ para el caso de Chile; o el de Espino (2012)⁵¹, que propone un indicador de solidez para el sistema bancario peruano denominado Índice de Estabilidad Bancaria (IEB). Es importante señalar que, como señalan Gadanez y Jayaram (2008)⁵², pocos bancos centrales publican indicadores de este tipo. En la región, sólo Colombia publica un indicador de estabilidad financiera con datos agregados⁵³.

Finalmente, aún queda pendiente en la agenda la incorporación del resto de pilares de la estabilidad financiera, a través de la elaboración de indicadores que sintetizen la situación de estabilidad en el mercado de capitales, en el mercado de dinero, en el sistema de pagos y en la infraestructura legal de los mercados financieros. Posteriormente, se deberán probar diversas metodologías para compararlas y converger a un indicador de estabilidad financiera de consenso. Una vez obtenido ello, las políticas de los bancos centrales encaminadas a preservar la estabilidad financiera podrán tener un mejor panorama de la situación de los mercados financieros en su conjunto.

48 En contraste, en el caso de la estabilidad de precios existe un consenso generalizado acerca de las variables que deben considerarse para su medición y la posterior adopción de las decisiones de política monetaria.

49 La metodología CAMEL se basa en el análisis de los estados financieros y evalúa cinco aspectos: la suficiencia de capital (*capital adequacy*), la calidad de los activos (*asset quality*), la gestión y eficiencia operativa (*management*), la rentabilidad (*earnings*) y el manejo de liquidez (*liquidity*).

50 Budnevich, C. y H. Franken. 2003. "Disciplina de mercado en la conducta de los depositantes y rol de las agencias clasificadoras de riesgo: el caso de Chile". *Economía Chilena* 6(2): 45–70.

51 Espino, Freddy (2012) "Un Índice de Estabilidad Bancaria para Perú", Documento de Trabajo N° 15, Banco Central de Reserva del Perú.

52 Gadanez, Blaise y Kaushik Jayaram (2008), "*Measures of financial stability – a review*", BIS IFC Bulletin N° 31.

53 Estrada, Dairo y Miguel Morales (2009), "Índice de Estabilidad Financiera para Colombia", Reporte de Estabilidad Financiera, Banco de la República Colombia, Marzo.

II. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DIRECTA

II.1 Oferta Primaria

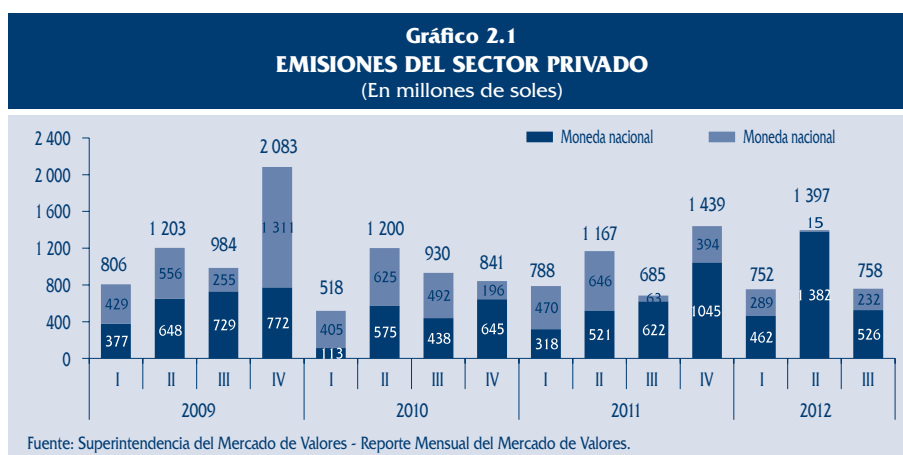
44. Las empresas financieras y no financieras han mantenido su ritmo de emisiones en el mercado de capitales local y han aumentado el financiamiento obtenido en el mercado internacional en los últimos meses.

Las emisiones de deuda local registraron un repunte de los montos colocados en el segundo trimestre de 2012 y se concentraron en moneda nacional. Entre marzo y setiembre de 2012 destacaron las emisiones de bonos corporativos de:

- i. BBVA Continental por US\$ 77 millones y S/. 200 millones a plazos entre 4 y 10 años.
- ii. Scotiabank por un total de S/. 258 millones a plazos de 5 y 7 años,
- iii. COFIDE por un total de S/. 250 millones a plazos de 15 y 25 años,
- iv. Mibanco por un total de S/. 149 millones a plazos de 3 y 5 años,
- v. Edelnor por un total de S/. 140 millones a plazos de 10 y 20 años,
- vi. Financiera Edyficar por un total de S/. 130 millones a plazos de 3 y 3,5 años, entre otros.

Por su parte, Crediscotia Financiera emitió bonos subordinados por S/. 130 millones a 15 años y Certificados de Depósitos Negociables por S/. 70 millones a 360 días, e Interbank colocó bonos subordinados por S/. 137,9 millones a 10 años.

En el semestre de análisis (marzo 2012 – setiembre 2012), ingresó la Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Sullana como nuevo emisor del mercado de capitales, a través de la colocación de Certificados de Depósitos Negociables. En el semestre previo, se registraron 3 nuevos emisores de instrumentos de deuda: Financiera Efectiva, Pacífico Seguros e Hipermercados Tottus.





45. En el período de análisis, destacó el mayor interés de empresas peruanas, por realizar emisiones de bonos (*senior notes*) en el mercado internacional⁵⁴. Cabe resaltar que varias de estas emisiones fueron llevadas a cabo por empresas corporativas que no pertenecen al sistema financiero. Por lo general, los bancos más grandes del país han sido, hasta hace poco, los principales emisores en el exterior. Estas emisiones en el exterior pueden tener tramos locales como ocurrió con la emisión de Maestro (tramo local por US\$ 7 millones).

Cuadro 2.1
EMISIONES DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN EL EXTERIOR
(Marzo 2012 - Setiembre 2012)

Emisor	Tipo	Fecha	Monto Emitido (US\$ millones)	Plazo	Tasa	Calificación
Terminales Peruanos Euroandinos	Senior Secured Notes	11-abr-12	110	25 años	8,13%	BB-
Banco de Crédito	Fixed-to-Floating Rate Subordinated Notes	24-abr-12	350	15 años	6,125% hasta 23/04/2022, Libor 3M+7,043%	BBB-
Ajecorp	Senior Unsecured Notes	14-may-12	300	10 años	6,50%	BB+
Coazucar	Senior Unsecured Notes	21-jul-12	325	10 años	6,38%	BB-
Banco Continental	Senior Notes	22-ago-12	500	10 años	5,00%	BBB
Southern Copper Corp.	Senior Notes	27-ago-12	400	10 años	5,38%	BBB
Southern Copper Corp.	Senior Notes	27-ago-12	1 100	30 años	6,75%	BBB
Interbank	Senior Notes	20-set-12	250	10 años	4,80%	BBB-
Maestro Home Center	Senior Notes	21-set-12	200	7 años	6,75%	BB-

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores y Bloomberg.

Terminales Peruanos Euroandinos emitió US\$ 110 millones para financiar las obras de construcción del nuevo terminal de contenedores del puerto de Paita (Piura).

Ajecorp usará la mayor parte de los fondos recaudados (US\$ 300 millones) en repagar deuda existente previamente incurrida con instituciones financieras y proveedores de maquinaria para financiar su crecimiento.

Coazucar destinará los fondos obtenidos a reestructurar el endeudamiento de los ingenios de Casa Grande, Cartavio y San Jacinto por US\$ 140 millones y financiar planes de desembolso de capital (gastos de capital - CAPEX) en las mencionadas azucareras por US\$ 80 millones.

Maestro Home Center invertirá los US\$ 200 millones obtenidos en la continuación de su plan de expansión, donde planea inaugurar antes de fin de 2012 tres locales más ubicados en Cajamarca, Comas y Sullana.

II.2 Demanda de Valores

46. El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales fue de S/. 128 158 millones a setiembre de 2012, cifra superior en S/. 5 893 millones

⁵⁴ Emisiones realizadas bajo la Regla 144-A de la Securities Exchange Commission de Estados Unidos.

respecto a marzo de 2012. Del total de dicho portafolio, los recursos administrados por las AFP representan el 73%; las compañías de seguros, el 15%; y los fondos mutuos, el 13%.

Cuadro 2.2 PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES (Millones de soles)								
	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(4) - (1)	(4) - (3)	Mar.12	Set.12
AFP	77 957	81 881	90 166	93 275	15 318	3 108	74%	73%
Fondos Mutuos	13 272	13 555	14 246	16 128	2 856	1 882	12%	13%
Compañías de Seguros	16 787	17 396	17 854	18 756	1 969	902	15%	15%
Total	108 015	112 833	122 266	128 158	20 143	5 893	100%	100%

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

47. La cartera administrada por las AFP alcanzó los S/. 93 275 millones a setiembre de 2012, el mayor valor reportado por el sistema. Esta cartera se descompone principalmente en títulos de renta variable (S/. 24 204 millones ó 26% del total), inversiones en el exterior (S/. 25 840 millones ó 28% del total), bonos del gobierno (S/. 13 773 millones ó 15% del total)⁵⁵ y títulos de renta fija emitidos por el sector privado (S/. 13 317 millones ó 14% del total).

Cuadro 2.3 COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO (Millones de soles)								
	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(4) - (1)	(4) - (3)	Mar.12	Set.12
Bonos del gobierno	12 704	13 029	13 122	13 773	1 069	650	15%	15%
Certificados de Depósito del BCRP	694	886	1 313	2 134	1 440	821	1%	2%
Depósitos en el sistema financiero	3 896	3 656	3 962	5 280	1 383	1 317	4%	6%
Renta fija sector privado	11 412	11 676	12 087	13 317	1 905	1 230	13%	14%
Títulos de renta variable 1/	21 308	22 175	26 187	24 204	2 896	-1 982	29%	26%
Sociedades Titulizadoras	3 561	3 763	4 574	5 143	1 583	569	5%	6%
Fondos de inversión y mutuos	2 927	3 000	3 334	3 211	284	-122	4%	3%
Operaciones en tránsito	9	260	337	372	363	35	0%	0%
Inversiones en el exterior	21 445	23 437	25 250	25 840	4 395	590	28%	28%
Total	77 957	81 881	90 166	93 275	15 318	3 108	100%	100%

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

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

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





A setiembre de 2012, las inversiones en el exterior de las AFP se ubican muy cerca al límite operativo permitido (30% del valor del fondo de pensiones). Estas inversiones se concentran principalmente en: cuotas de participación en fondos mutuos (S/. 14 448 millones); títulos de renta variable (S/. 3 895 millones); bonos emitidos por empresas no financieras (S/. 2 654 millones); bonos, certificados y depósitos a plazo de empresas financieras (S/. 2 576 millones); y títulos de deuda de gobiernos (S/. 2 267 millones).

48. El portafolio de inversión de los fondos mutuos alcanzó en setiembre de 2012 un nivel de S/. 16 128 millones. Este nivel, superior en S/. 1 882 millones al registrado en marzo de 2012, corresponde principalmente al incremento de los depósitos en el sistema financiero en S/. 2 878 millones, atenuado parcialmente por la reducción de las tenencias de título de renta fija del sector privado en S/. 511 millones. El número de partícipes fue de 300 mil a setiembre de 2012, cifra mayor en 32 mil respecto a marzo de 2012.

Cuadro 2.4 PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS (Millones de soles)								
	Set.11	Dic.11	Mar.12	Set.12	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(4) - (1)	(4) - (3)	Mar.12	Set.12
Depósitos	6 922	6 903	6 864	9 471	2 548	2 606	48%	59%
Renta fija	5 256	5 601	6 148	5 637	380	-511	43%	35%
Renta variable	1 093	1 051	1 233	1 020	-73	-213	9%	6%
Total	13 272	13 555	14 246	16 128	2 856	1 882	100%	100%
Grado de dolarización	49%	51%	46%	46%	-3%	0%		
Número de partícipes (en miles)	262	263	268	300	37	32		

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores y 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 (59% del portafolio de inversión). El elevado nivel de liquidez de estos inversionistas institucionales es un indicador de que no encuentran en el mercado instrumentos de deuda suficientes. Sin embargo, esta situación es una oportunidad para que nuevos emisores coloquen instrumentos de deuda con vencimientos menores a los 4 años, el tramo más apetecido por los fondos mutuos, ya que calza con el horizonte de inversión de corto / mediano plazo de la mayoría de sus partícipes.

49. El portafolio de inversión de las compañías de seguros continuó su tendencia creciente y ascendió a S/. 18 756 millones a setiembre de 2012. Los recursos administrados por las compañías de seguros vienen aumentando sostenidamente gracias a: (i) el crecimiento de los seguros de desgravamen, a raíz del dinamismo de los créditos hipotecarios y vehiculares; (ii) el pago obligatorio de la prima de los seguros relacionados a las rentas de invalidez y sobrevivencia de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones; (iii) la contratación

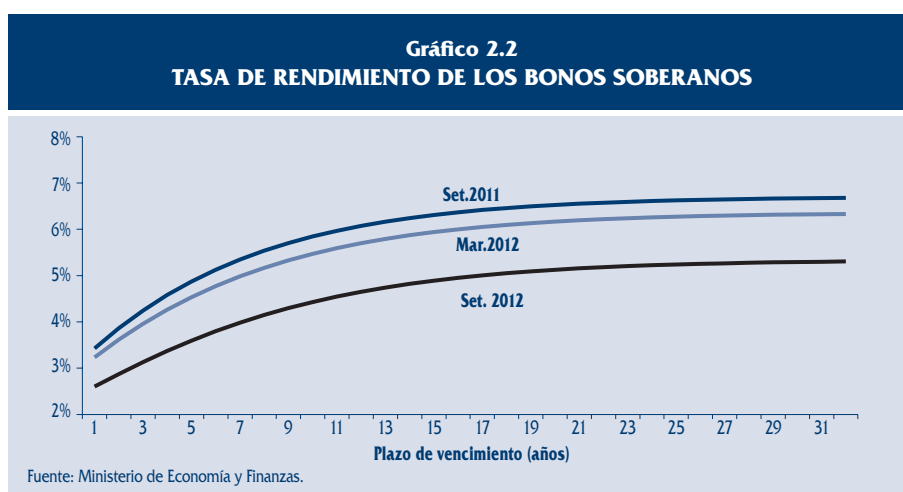
de rentas vitalicias por parte de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones al momento de jubilarse; y, (iv) la mayor demanda de las empresas por contratar seguros de riesgos generales.

Las inversiones de las compañías de seguros están conformadas en un 69% por instrumentos de renta fija, en un 15% por otras inversiones (incluye inmuebles, primas y otros), en un 8% por títulos de renta variable y en un 8% por recursos en caja y depósitos a plazo.

II.3 Mercados Secundarios

50. Las tasas de rendimiento de los bonos soberanos disminuyeron entre 63 y 105 puntos básicos a lo largo de toda la curva para el período comprendido entre marzo 2012 y setiembre 2012, observándose un aplanamiento cada vez mayor.

Asimismo, las tasas de rendimiento del tramo medio de la curva (menor a 5 años) se ubican por debajo de la tasa de referencia del Banco Central de 4,25%, debido a la demanda de los inversionistas no residentes que aprovecharon el mayor rendimiento ofrecido por estos valores en relación a las tasas en soles registradas en el mercado de derivados cambiarios. De este modo, la diferencia entre los rendimientos de los bonos soberanos y las tasas de los *Cross Currency Swaps*⁵⁶ se redujo en 94 puntos básicos en el tramo medio de la curva. Durante el periodo, los no residentes incrementaron sus tenencias de los bonos 2013, 2015 y 2017 a 80, 88 y 71%, desde 70, 62 y 54% observado en marzo.

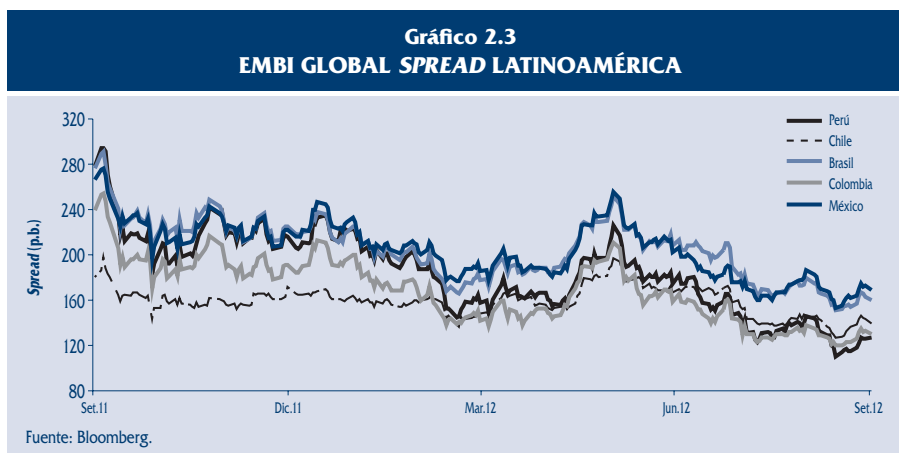


⁵⁶ Un *Cross Currency Swap* (CCS) es un contrato financiero derivado por el que se intercambian flujos de intereses en una moneda por flujos de intereses en otra moneda, calculados sobre montos principales equivalentes.





51. Los inversionistas no residentes mostraron un mayor interés en adquirir deuda soberana peruana debido a los sólidos fundamentos macroeconómicos reflejados en el alza de calificación de riesgo de Baa3 a Baa2 por parte de las agencia *Moody's* en agosto de 2012⁵⁷, a las mayores tasas de rendimiento de estos activos respecto a las internacionales y a la expectativa de apreciación del Nuevo Sol, lo que también derivó en un menor riesgo país en dicho periodo.



En setiembre de 2012, el riesgo país peruano alcanzó un nivel de 125 puntos básicos, registrando en los últimos 12 meses una reducción de 154 puntos básicos, la mayor en comparación a Chile (38 puntos básicos), México (95 puntos básicos), Brasil (115 puntos básicos) y Colombia (108 puntos básicos). Inclusive, en octubre de 2012, alcanzó mínimos históricos registrando un nivel de 91 puntos básicos, que a su vez fue el riesgo país más bajo de la región.

Cabe señalar que el saldo de la deuda pública peruana (como porcentaje del PBI) se ubicaría en 20% a finales de 2012⁵⁸. Este ratio 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%.

52. Los principales tenedores de bonos soberanos son los no residentes, los cuales vienen ganando participación, seguidos por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP). A setiembre de 2012, las tenencias de los no residentes ascendieron a S/. 17 062 millones (54% del total) mientras que las tenencias de las AFP se ubicaron en S/. 9 781 millones (31% del total).

⁵⁷ Calificación similar a la otorgada por Standard & Poor's en agosto de 2011 y Fitch Ratings en noviembre de 2011.

⁵⁸ Ver Reporte de Inflación de setiembre de 2012, página 74.

53. La elevada liquidez en los mercados internacionales, producto de las nuevas medidas expansivas de los bancos centrales de países desarrollados y las escasas opciones de inversión atractivas en un contexto de gran incertidumbre global, ha generado la entrada de capitales extranjeros a economías emergentes. En el caso peruano, la entrada de capitales del exterior⁵⁹ tuvo como destino la adquisición de activos en moneda nacional, como consecuencia de las mayores tasas de interés locales respecto a las internacionales y de una eventual apreciación del nuevo sol (operaciones de *carry trade*⁶⁰).

**Cuadro 2.5
TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS**

	Set.11		Dic.11		Mar.12		Set.12	
	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.
AFP	9 977	35%	9 876	34%	9 855	32%	9 781	31%
No Residentes	12 911	45%	13 071	45%	15 470	51%	17 062	54%
Bancos	3 097	11%	3 244	11%	2 593	8%	1 934	6%
Seguros	1 065	4%	1 102	4%	1 182	4%	1 299	4%
Otros 1/	1 415	5%	1 491	5%	1 515	5%	1 374	4%
Total	28 464	100%	28 785	100%	30 615	100%	31 451	100%

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

Una salida abrupta de los inversionistas no residentes, provocada por una reversión de las expectativas positivas sobre economías emergentes, 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 puede ser grande. Por ello, es beneficioso que se busque ampliar el universo de inversionistas a agentes económicos distintos a las AFP y a los bancos. Una mayor profundidad del mercado se conseguiría con la incorporación de los fondos mutuos, sociedades agentes de bolsa e inversionistas individuales.

Cabe destacar el potencial rol estabilizador de las AFP ante situaciones de alta volatilidad en los mercados para aumentar sus inversiones en activos locales. En particular, las AFP tendrían la oportunidad de comprar bonos soberanos en poder de los no residentes a un precio y rendimientos atractivos, considerando su horizonte de inversión de largo plazo⁶¹.

59 Las transferencias netas del exterior en el periodo marzo 2012 – setiembre 2012 ascendieron a US\$ 5 109 millones, cifra menor al del periodo setiembre 2011 – marzo 2012 (US\$ 6 300 millones).

60 *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.

61 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 enfrenen retiros de fondos, salvo por los aportes voluntarios sin fin previsional (S/. 400 millones a setiembre de 2012). En cambio, otros inversionistas institucionales como los fondos mutuos, en los momentos de mayor incertidumbre, enfrentan el retiro de sus participes lo que afecta sus excedentes para realizar nuevas inversiones (riesgo de liquidez).





54. A setiembre de 2012, los índices bursátiles registran una lenta recuperación de las pérdidas experimentadas en 2011. Si bien el Índice General de la Bolsa de Valores Lima (IGBVL) aumentó 21% en el primer trimestre, estos retornos se redujeron hasta alcanzar niveles cercanos a cero en julio de 2012. Por su parte, en agosto y setiembre de 2012, los mercados bursátiles internacionales obtuvieron buenos resultados, por las expectativas y posterior anuncio del nuevo alivio cuantitativo de Estados Unidos (QE3), lo que generó rendimientos positivos en la BVL.

Cuadro 2.6
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES

Región	Índice	Dic.10	Dic.11	Set.12	Var. %		
					2010	2011	2012 1/
América							
EE.UU.	Dow Jones	11 578	12 218	13 437	11	6	10
EE.UU.	S&P 500	1 258	1 258	1 441	13	0	15
Brasil	Bovespa	69 305	56 754	59 176	1	-18	4
Chile	IGPA	22 979	20 130	20 551	38	-12	2
Colombia	IGBC	15 497	12 666	14 057	34	-18	11
Perú	IGBVL	23 375	19 473	21 675	65	-17	11
Perú	ISBVL	32 050	27 335	31 842	43	-15	16
Europa							
Alemania	DAX	6 914	5 898	7 216	16	-15	22
Reino Unido	FTSE 100	5 900	5 572	5 742	9	-6	3
Asia							
Japón	Nikkei 225	10 229	8 455	8 870	-3	-17	5
Corea	Seul Composite	2 051	1 826	1 996	22	-11	9
China	Shangai Composite	2 808	2 199	2 086	-14	-22	-5

1/ Al 30 de setiembre.

Fuente: Bloomberg.

Cabe destacar que InRetail Peru Corp, *holding* que opera los negocios de supermercados (Supermercados Peruanos), cadenas de farmacias (Grupo Eckerd – Inkafarma) y centros comerciales (Real Plaza) relacionados al grupo Interbank (Intercorp), realizó una Oferta Pública Inicial (Initial Public Offering – IPO) para inversionistas institucionales por US\$ 400 millones⁶² en octubre de 2012, emitiéndose 20 millones de acciones a US\$ 20 por acción. De este modo, Intercorp mantiene más del 70% del accionariado, 20% pertenece a los nuevos accionistas y alrededor de 6,5% pertenece a NG Pharma Corp. Los fondos recaudados serán destinados a financiar la expansión y el crecimiento de los negocios de supermercados y centros comerciales.

II.4 Políticas para el Desarrollo del Mercado de Capitales

55. El desarrollo futuro del mercado de capitales peruano debe centrarse en fomentar la participación y facilitar las emisiones de valores de las grandes

62 Esta IPO sería la segunda en tamaño realizada por una empresa peruana. La primera fue la realizada por el grupo Hochschild en el 2006 por US\$ 513 millones en Londres.

empresas⁶³ y de las empresas corporativas que no acceden a financiamiento del exterior.

En el caso de Perú, el acceso al financiamiento para las empresas corporativas de mayor tamaño en los mercados de capitales del exterior se ha visto facilitado por la obtención del grado de inversión y por el reciente desempeño macroeconómico.

Cuadro 2.7									
SALDO DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES									
(Miles de millones de US\$)									
	Total Saldo de Emisiones (1) + (2)			Entidades Financieras (1)			Empresas Corporativas no Financieras 1/ (2)		
	Dic.10	Dic.11	Jun.12	Dic.10	Dic.11	Jun.12	Dic.10	Dic.11	Jun.12
Argentina	6,1	7,0	6,4	2,8	3,1	2,7	3,3	3,9	3,7
Brasil	123,3	156,5	191,5	95,9	121,7	152,8	27,4	34,8	38,7
Chile	12,9	15,9	17,2	1,5	1,5	2,0	11,4	14,4	15,2
Colombia	6,6	10,1	11,6	2,5	5,0	4,9	4,1	5,1	6,7
México	60,9	76,5	84,0	22,6	21,8	21,5	38,3	54,7	62,5
Perú	5,5	7,6	11,0	4,8	6,6	8,9	0,7	1,0	2,1
Venezuela	18,4	23,0	23,0	1,4	1,4	1,4	17,0	21,6	21,6

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

56. Las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño realizan emisiones en el exterior⁶⁴ debido a que pueden acceder a financiamiento por montos superiores a los que obtendrían de una emisión similar en el mercado local. La mayor cantidad y diversidad de inversionistas que adquieren los instrumentos emitidos es otra de las ventajas para preferir financiarse en el exterior.

Además, dados los límites existentes por emisor para las AFP, éstas se verían imposibilitadas de adquirir significativas cantidades adicionales de instrumentos de deuda de ciertas empresas como Credicorp o Volcan.

La evidencia internacional 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 evaluar si la estructura y la normativa actual del mercado de capitales permite fomentar el desarrollo del mercado de capitales, en dicho segmento, tanto por el lado de la oferta y demanda de valores como por el desarrollo de nuevos mercados e instrumentos.

63 Ventas anuales entre S/. 20 millones y S/. 200 millones.

64 Las que pueden incluir o no un tramo local.





Medidas orientadas a la oferta de valores

- 57. Se debe seguir reduciendo los costos de entrada y de emisión, para que no constituyan una limitante para que se incremente el número de emisores de instrumentos representativos de capital y deuda.**

Uno de los costos asociados es la cantidad de horas-hombre que las empresas deben dedicar para cumplir los procesos administrativos requeridos para la emisión (costo de los asesores legales y/o costo del tiempo que dedica el personal y la gerencia de la empresa). Por ello, la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), la BVL y CAVALI pueden crear un procedimiento único, el cual sea simple y de fácil de comprensión.

- 58. El sistema e-prospectus ha sido un importante avance para agilizar los procesos de emisión y reducir los costos horas-hombre asociados⁶⁵.** Sin embargo, dado que existen empresas que no emiten valores recurrentemente, o no tienen la necesidad de hacerlo, la SMV puede flexibilizar el actual requerimiento al emisor de tener inscrito al menos un valor en el RPMV. En particular, el plazo de 12 meses debería ampliarse a 36 meses.

- 59. Una medida para disminuir los costos de emisión es la reducción de los requerimientos de clasificadoras de riesgo para la emisión de instrumentos de corto plazo.**

La mayoría de empresas, sobre todo las que no son tan conocidas, realizan sus primeras emisiones a través de instrumentos de corto plazo para financiar requerimientos de capital de trabajo. Una vez que poseen una aceptación del mercado proceden a emitir bonos corporativos a plazos de 2-3 años con amortizaciones parciales para financiar inversiones de mediano plazo y, posteriormente, pueden emitir bonos tipo *bullet* a plazos de 5 años o superiores para fondear sus planes de expansión de largo plazo.

- 60. Se debe evaluar si es necesario una mayor promoción de las emisiones dirigidas exclusivamente a inversionistas acreditados⁶⁶.**

El Reglamento de Oferta Pública Primaria a los Inversionistas Acreditados (ROPPIA) otorga como ventaja para el emisor que la inscripción, registro y

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

66 La normativa considera como inversionistas acreditados a: i) los inversionistas institucionales; ii) las personas naturales o jurídicas que acrediten cumplir, simultáneamente, requisitos patrimoniales y de calificación; y, iii) los fondos o patrimonios autónomos que tengan como objeto la inversión en valores mobiliarios y que sean administrados por alguna de las personas jurídicas mencionadas en los incisos anteriores.

aprobación de los valores a emitir y del prospecto informativo sea automática luego de la presentación completa de la documentación e información correspondiente.

A pesar de estas características, el ROPPIA no flexibiliza los requerimientos de información al emisor dado que debe seguir presentando la información requerida para una oferta de valores tradicional. Por ello, es importante evaluar medidas para simplificar aún más los requerimientos de información que debe presentar el emisor para las colocaciones dirigidas exclusivamente a inversionistas acreditados o institucionales.

61. Se debe evaluar, asimismo, inafectar del IGV a los intereses de los bonos emitidos por el sector privado.

En el mercado de capitales, y a diferencia de lo que sucede con los préstamos bancarios⁶⁷, el pago de los intereses (cupones) de los bonos emitidos por el sector privado está exonerado temporalmente hasta el 31 de diciembre de 2012, por Ley N° 29546 de junio de 2010, del pago del IGV⁶⁸.

Esta situación genera incertidumbre en los emisores de títulos de deuda en el mercado de valores sobre la continuidad del beneficio tributario, el cual afecta el costo de financiamiento relevante de cada emisión en el mercado de capitales.

62. Otro de los factores 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.

Por ello, es positiva la creación del Mercado Alternativo de Valores (MAV) debido a que la simplificación del proceso de emisión, los menores costos exigidos y los menores requisitos de información financiera permitiría que un mayor número de empresas se interese en ingresar al mercado de capitales (ver Recuadro 7).

La falta de información sobre el funcionamiento del mercado de capitales impide, además, que muchas empresas puedan aprovechar oportunidades de financiamiento alternativas a las ofrecidas por el sistema bancario. En particular,

67 Los intereses al crédito otorgado por el sistema financiero (bancos y otras empresas del sistema) se encuentran inafectos permanentemente al pago del IGV.

68 La inafectación es la no sujeción o exclusión de una actividad del ámbito de aplicación de un impuesto determinado, por tanto y de manera permanente, no se genera pago de dicho impuesto. Por su parte, la exoneración tributaria es una dispensa temporal al pago de impuestos, que se otorga a una actividad que se encuentra gravada.





esto estaría sucediendo con empresas familiares de primera o segunda generación que frente al aparente costo de revelar al mercado información financiera y hechos de importancia no evalúan el conjunto de beneficios⁶⁹ que proporcionaría a la empresa ingresar al mercado de capitales.

Asimismo, para incentivar el ingreso de nuevas empresas al mercado de capitales, se dispuso que las sociedades o entidades cuyos ingresos anuales por venta de bienes y/o prestación de servicios o activos totales sean iguales o superen las 3 mil Unidades Impositivas Tributarias (UIT), equivalentes a S/. 10,95 millones, remitan sus estados financieros auditados a la SMV⁷⁰ (esto es, la Central de Balances). La SMV ya dispuso las normas sobre la presentación de estos estados financieros auditados⁷¹, indicando que su implementación sea gradual.

La exigencia de presentar estados financieros auditados con periodicidad anual es positiva, ya que así las empresas se harían conocidas en el mercado de capitales con lo que se facilita la búsqueda de financiamiento de acuerdo a sus necesidades y proyectos (la mayor visibilidad permitiría que los intermediarios financieros puedan plantearles estructuraciones de deuda).

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

Medidas orientadas a la demanda de valores

- 63. El sistema privado de pensiones 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 restringe las posibilidades de inversión de las AFP, lo que lleva a que los portafolios administrados presenten una elevada concentración por emisores e instrumentos.

69 Reducir el costo de capital, acceder a financiamiento de largo plazo, diversificar las fuentes de fondeo, conseguir estructuras de financiamiento acorde con los plazos de maduración y el flujo de caja previsto de sus proyectos, e incrementar el poder de negociación frente a otros proveedores de financiamiento, en particular el sistema bancario.

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

71 Resolución SMV N° 011-2012 publicada en el diario oficial El Peruano el 2 de mayo de 2012.

- 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 AFP⁷².
- El requerimiento de autorización previa para cada instrumento financiero en el que la AFP puede invertir afecta la administración eficiente del portafolio de los fondos de pensiones. Ello se da, si 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 deben considerar, entre otras, las siguientes opciones:

- Establecer criterios generales para la aprobación de la inversión en instrumentos *plain vanilla* de renta fija y variable (bonos y acciones) y no requerir en cada caso de una autorización específica de la SBS. No se debe requerir un registro previo del instrumento en la SBS y la revisión del cumplimiento de los requisitos establecidos debe ser ex – post.
- Implementar procedimientos automáticos (*fast track*) para las emisiones con cláusulas estándares (*plain vanilla*) de emisores con grado de inversión y no requerir en cada caso de una autorización específica de la SBS.
- Autorizar clases de activos (renta variable, renta fija, fondos mutuos, fondos de inversión y fondos alternativos) y no instrumentos específicos (bonos de un emisor en particular, por ejemplo).
- Aumentar el límite de inversión por emisión de 50% a 75% para los instrumentos de deuda con un plazo de vencimiento mayor a un año, manteniendo el límite por emisor en un máximo de 10% para cada fondo.
- Implementar una supervisión basada en riesgos que se define como los procesos estructurados para identificar, monitorear, controlar y mitigar los riesgos más críticos que enfrentan los fondos y las administradoras por la vía de la evaluación de la gestión de los procesos involucrados.
- La SBS debe publicar con mayor detalle la composición de sus inversiones, tomando como ejemplo la transparencia y cantidad de información que se reporta en Chile.

64. Es necesario ampliar las posibilidades de inversión de las AFP en renta variable local.

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





Es recomendable que sea suficiente que una acción cumpla con los requisitos establecidos para que una AFP pueda invertir en dicho activo (capitalización bursátil del *float*⁷³ 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*”⁷⁴ 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. Además, se debe tomar en cuenta que otros inversionistas institucionales como los fondos mutuos cuentan con total flexibilidad para elegir qué acción de la BVL comprar.⁷⁵

Es necesario, igualmente, analizar si la actual regulación desincentiva a que las AFP adquieran instrumentos con mayores niveles de riesgo. Ello puede desmotivar que las AFP adquieran en el futuro las emisiones de las grandes empresas y de las empresas corporativas que no acceden a financiamiento del exterior, cuyos instrumentos sean clasificados en un nivel inferior a AA-⁷⁶.

65. Se debe flexibilizar 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.

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

74 *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.

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

76 Cabe tomar en cuenta que las emisiones de instrumentos de deuda en el mercado de capitales local están concentradas en instrumentos de la mayor calidad crediticia (con una clasificación igual o superior a AA-). Ello impide el acceso al mercado de capitales a la mayoría de empresas, incluso si deciden incluir mejoradores en la estructuración de la emisión pues ello elevaría sus costos.

Sin embargo, se exige a las AFP respecto al uso de derivados el cumplimiento diario del ratio de eficacia 80%-125%⁷⁷. 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.

Desarrollo de nuevos mercados e instrumentos

66. Se debe evaluar la 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).

67. Se observan factores adicionales, mencionados en Reportes anteriores, que constituyen retos y, a la vez, oportunidades para el desarrollo del mercado de capitales, tales como:

- a. Completar la curva de referencia de los bonos soberanos. El desarrollo del mercado de renta fija requiere de una curva de rendimiento de referencia continua, líquida y con información en todos los tramos de la misma. La disponibilidad de puntos de referencia ha mejorado con la emisión de bonos soberanos con plazo de vencimiento en setiembre de 2013⁷⁸. El tramo medio posee adicionalmente las referencias de los bonos soberanos con plazo de vencimiento en mayo de 2015 y agosto de 2017.
- b. El poco desarrollo del mercado de instrumentos hipotecarios. Las instituciones financieras no utilizan el potencial del mercado de capitales para obtener fondos de largo plazo para sus colocaciones hipotecarias. Entre los instrumentos hipotecarios cuya emisión podría impulsarse se encuentran los bonos

77 El artículo 53° del Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, referido a Inversiones, señala que una cobertura realizada con instrumentos derivados es eficaz si el ratio de eficacia (definido como el resultado neto del derivado sobre el resultado neto del subyacente durante el periodo de cobertura) está entre 80% y 125%.

78 Los bonos soberanos con vencimiento en setiembre de 2013 acumulan un saldo de S/. 575 millones al 30 de setiembre de 2012.





hipotecarios cubiertos⁷⁹, la titulización de la cartera hipotecaria y la emisión de Títulos de Crédito Hipotecario Negociable (TCHN)⁸⁰.

- c. La necesidad de desarrollar un mercado de Repos. Las operaciones de reporte o acuerdos de recompra (“repos”)⁸¹ permiten a los tenedores de un título valor obtener liquidez temporal sin la necesidad de vender definitivamente el título valor. El repo interbancario es un ejemplo de un instrumento que permitiría desarrollar un mercado de dinero garantizado, incrementando la maduración de los préstamos interbancarios (*overnight*) hasta plazos de 1 año.
- d. El BCRP viene publicando desde el segundo trimestre de 2010 un Índice de Tasa de Interés Interbancaria *Overnight*, el cual sirve como una tasa de referencia variable en soles que permita desarrollar el mercado de *swaps OIS (Overnight Index Swap)* de tasa de interés en moneda nacional que pueda ser usada por los principales participantes de mercado. El Índice es publicado diariamente tanto en el portal del BCRP como en el sistema de información *Bloomberg*, a través de un ticker (*PEIIBDI Index*), existiendo una serie histórica de esta variable con base del 31 de diciembre de 2009 y con cuatro decimales.

Los bancos locales han estado adecuando sus sistemas para iniciar la negociación inicialmente con inversores no residentes. Esta adecuación se ha dado en los sistemas informativos, cuantificación de riesgos, temas tributarios y legales. A la fecha, se han realizado cuatro operaciones de *swap OIS* de tasas de interés en soles.

79 Se aprobó su creación mediante Ley N° 29637 del 24 de diciembre de 2010.

80 El TCHN es el único crédito hipotecario en el que se permite la ejecución extrajudicial de la garantía hipotecaria; sin embargo, su desarrollo es muy bajo, en gran parte por el temor existente en el sistema financiero de la eventual judicialización de dicha ejecución por el efecto de acciones de amparo como en el desalojo de los inmuebles ocupados.

81 Las operaciones repos son transacciones de venta con pacto de recompra. Se pueden distinguir dos partes en la operación, el agente superavitario, quien compra con el compromiso de revender y el agente deficitario quien requiere de liquidez y es el vendedor inicial y comprador final.

**RECUADRO 7
EL MERCADO ALTERNATIVO DE VALORES (MAV).**

El 29 de junio se publicó, en el Diario Oficial El Peruano, el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores (MAV) aprobado por la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).

El MAV flexibiliza los requerimientos y reduce los costos de emisión con el fin de incentivar las ofertas públicas primarias y secundarias de valores emitidos por empresas que cumplan con determinadas condiciones. El MAV busca que un mayor número de empresas obtenga financiamiento directo en el mercado de capitales. El siguiente cuadro muestra una comparación de las principales características del régimen general de ofertas públicas primarias y el MAV.

COMPARATIVO ENTRE RÉGIMEN GENERAL DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS Y EL MAV

	Régimen General	Mercado Alternativo
Ámbito / aplicación	Cualquier empresa domiciliada o no domiciliada que cumpla los requisitos correspondientes al Régimen General.	Disponible para empresas domiciliadas, con 3 años de operación y con ventas anuales promedio no mayores a los S/. 200 millones. No disponible para las entidades financieras.
Valores que se pueden emitir	Todos: bonos corporativos, papeles comerciales, bonos titulizados, etc.	Inicialmente normado solo para instrumentos de corto plazo.
Representante de Obligacionistas	Se debe contar con un representante de obligacionistas (excepto cuando la emisión se dirige exclusivamente a Inversionistas Institucionales).	No será necesario contar con un representante de obligacionistas en el momento de efectuar la emisión de las obligaciones, siempre que el emisor asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionistas.
Clasificadoras de riesgo	Se requieren dos clasificadoras de riesgo (excepto cuando la emisión se dirige exclusivamente a Inversionistas Acreditados donde se pide una clasificadora de riesgo).	Se solicitará solo una clasificación de riesgo.
Presentación de información financiera	Se debe presentar información financiera individual y consolidada auditada anual. Se debe presentar estados financieros intermedios individuales y consolidados trimestralmente.	Se debe presentar información financiera individual auditada anual. Se debe presentar estados financieros intermedios individuales semestralmente al 30 de junio.
Escritura pública de los contratos y actos de emisión	Es necesario elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión.	No será necesario elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión, dentro o fuera del marco de un programa de emisión de valores de corto plazo.
Informe de Buen Gobierno Corporativo	Presentar un informe anual sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo (PBGC).	No es exigible la presentación de la información sobre el cumplimiento de los PBGC.

Algunas medidas importantes del Reglamento del MAV

Entre otras, el Reglamento del MAV establece medidas asociadas a: (i) el régimen tarifario y de contribuciones; (ii) los procedimientos de inscripción de valores; y (iii) provisión de información sobre el funcionamiento del MAV.

- Régimen tarifario y de contribuciones. Se establece un esquema tarifario con fines promocionales aplicable a la inscripción y la negociación de los valores en el marco del MAV. Las tarifas y contribuciones que se deberán pagar a la SMV, BVL y CAVALI son





equivalentes al 50% de las del régimen general. Además, por cada colocación primaria la BVL cobrará S/. 0, tanto para renta variable como para valores representativos de deuda.

- Procedimientos de inscripción. El Reglamento del MAV unifica los procedimientos para la inscripción, en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) y en el Registro de Valores de la Bolsa de Valores de Lima, de las acciones de capital social y los valores de deuda previamente emitidos por las empresas participantes del MAV. Se ha diseñado un procedimiento que se inicia y concluye en la SMV mediante una ventanilla única para la tramitación de la inscripción y la exclusión de valores, las que son evaluadas en paralelo por la SMV y la BVL. Con esta medida, se busca facilitar el listado y la negociación secundaria de acciones y títulos de deuda previamente emitidos en mecanismos centralizados de negociación como la BVL.

Por su parte, los valores que se emitan en el MAV, se inscribirán, a solicitud de la empresa, en el Registro de Valores de la BVL de forma automática. En el caso de valores representativos de deuda, la solicitud puede provenir adicionalmente de la mayoría absoluta del monto de emisión en circulación, salvo que en el contrato de emisión se hubiese estipulado lo contrario.

- Información sobre funcionamiento del MAV. Se establece como obligación de las Sociedades Agente de Bolsa (SAB) brindar toda la información necesaria que permita a sus clientes conocer el funcionamiento del MAV. Se exige, como requisito para ejecutar las órdenes de compra o venta de valores negociados en el MAV, que los clientes de las SAB hayan suscrito una declaración previa en la cual manifiesten su conocimiento de las características de este mercado y que la SAB no asume responsabilidad por la solvencia de las empresas o por la rentabilidad de los valores.

El MAV y el desarrollo del Mercado de Capitales

La creación del MAV es positiva para el desarrollo del mercado de capitales local, dado que busca la incorporación de nuevas empresas. Una de las características del mercado de capitales es que las emisiones de instrumentos de deuda están limitadas a las empresas corporativas de mayor tamaño, con calificaciones de riesgo AAA o AA. Si bien todavía existe un número importante de empresas corporativas que no participan en el mercado de capitales⁸², es beneficioso que se establezcan condiciones para facilitar las emisiones de las empresas grandes y medianas, fortaleciendo así este segmento de mercado que tiene potencial de desarrollo.

Así, la simplificación del proceso de emisión, los menores costos exigidos⁸³ y los menores requisitos de información financiera, deberían motivar a las empresas grandes y medianas a ingresar al mercado de capitales.

El MAV inicialmente se centrará en las emisiones de instrumentos de corto de plazo, dado que al ser un mercado en formación se quiere acotar el riesgo a los inversionistas. Una vez que el MAV sea utilizado por nuevas empresas emisoras, que posea un tiempo de operación exitoso y que su funcionamiento haya sido evaluado por la SMV, se extendería a la emisión de bonos y acciones.

82 En el recuadro 6 del Reporte de Estabilidad Financiera de mayo 2012, se reportó que 178 empresas de las 300 más grandes del país, y con ventas superiores a los US\$ 100 millones, no participan aún del mercado de capitales.

83 Ahorro del representante de obligacionistas y contratación de una sola clasificadora de riesgo, en lugar de dos.

RECUADRO 8
ESTRUCTURA DE MERCADO DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES.

Los principales componentes del mercado del SPP son la pensión de jubilación (el bien), las comisiones y seguros (el precio), los afiliados nuevos y existentes (la demanda) y las AFP (la oferta) que administran y gestionan los aportes de los afiliados.

1. El bien: administración de los aportes

La pensión de jubilación (PJ) de un afiliado se obtiene a partir del saldo acumulado en su Cuenta Individual de Capitalización (CIC), la cual es gestionada y administrada por una AFP. El saldo acumulado de la CIC de un afiliado proviene de los aportes realizados a lo largo de su vida laboral y de la rentabilidad de los mismos. En este sentido, la PJ es un bien cuyo consumo no es inmediato pues recién se materializa a partir del momento de la jubilación.

El servicio de gestión y administración de la CIC, por la cual cada afiliado paga una comisión, es una forma alternativa de analizar las características de la PJ, pues el precio de la CIC (la comisión) respondería a la rentabilidad esperada que ofrece una AFP y al costo de su custodia.

En términos de rentabilidad, el servicio de la administración y gestión de la CIC constituye un bien homogéneo y poco diferenciado. En particular, al comparar la rentabilidad de los últimos 12 meses de los fondos administrados por las AFP, se encuentra que la correlación es muy cercana a uno. Una posible explicación es la combinación de un mercado de capitales doméstico relativamente pequeño y los límites a las inversiones lo que hace que las AFP no puedan diversificar su portafolio y, por lo tanto, no existan diferencias importantes en términos de rentabilidad de la CIC.

2. El precio: las comisiones

Entre enero de 1997 y julio de 2005, la comisión promedio del SPP (cobrada en términos de la remuneración asegurable), presentó una escasa variación al fluctuar entre 2,27% y 2,39%, en un entorno de consolidación del sistema privado de pensiones y un reducido número de traspasos entre las AFP. En agosto de 2005 el promedio de comisiones bajó debido al ingreso de una nueva AFP con una comisión de 1,50%, la menor del mercado, lo cual desató una guerra comercial por afiliados existentes. Esta guerra comercial disminuyó cuando la nueva AFP absorbió a una AFP existente. Como consecuencia, el nivel promedio de comisiones se mantuvo estable alrededor (en 1,81%) y no subió sino hasta finales de 2008 (a 1,87%).

3. La demanda: la afiliación a una AFP

La demanda por una AFP individual proviene de aquellos que se afilian por primera vez como de aquellos pertenecientes a otras AFP. Al respecto, diversos estudios desarrollados en Chile muestran consenso en que la demanda es relativamente insensible a cambios en la comisión y la rentabilidad, lo cual ha sido considerado como una de las principales causas de la falta de competencia entre las AFP chilenas.





Este resultado se confirma también en el caso peruano. Para ello, se estimó un sistema de regresiones⁸⁴ para cada AFP donde cada ecuación toma la siguiente forma:

$$Afiliados_{it} = \sum_{i=1}^4 \eta_i * Comision_{it} + \sum_{i=1}^4 \alpha_i * Rentabilidad_{it} + \beta_i * GastVenta_{it} + \theta_i Afiliados_{it-1} + u_{it}$$

La variable $Afiliados_{it}$ representa la tasa de crecimiento mensual de afiliados de la AFP “i” en el período t ; $Comision_{it}$ es el logaritmo de la comisión de la AFP “i” en el período t ; $Rentabilidad_{it}$ es la tasa de rentabilidad anual (Fondo 2) de la AFP “i” en el período t ; y $GastVenta_{it}$ es la tasa de crecimiento anual del gasto en ventas de la AFP “i” en el período t . El período de análisis es agosto de 2005⁸⁵ hasta mayo de 2012 y los datos utilizados son de frecuencia mensual.

Los principales resultados de las estimaciones son los siguientes:

- Los gastos en ventas⁸⁶ tienen un efecto significativo en la decisión de afiliación a una AFP. Este resultado sugiere que los incentivos de corto plazo (como regalos) son uno de los factores que los afiliados toman en cuenta para decidir su afiliación a una AFP.
- La rentabilidad no es, en ningún caso, un factor relevante para decidir afiliarse a una AFP, resultado consistente con el hecho que las rentabilidades están altamente correlacionadas.
- Sólo la demanda por una de las cuatro AFP es sensible a cambios en las comisiones.
- La demanda de los afiliados por los servicios de las AFP tiene un componente inercial (el parámetro θ es 0,5 en promedio). Esto podría estar asociado al bajo conocimiento sobre el funcionamiento del sistema y bajo nivel de educación financiera, reforzado por el requisito de permanencia mínima de 6 meses para poder solicitar un traspaso de AFP.

En resumen, estos resultados sugieren que el negocio previsional se caracteriza por tener una demanda inercial con limitada sensibilidad ante cambios en el precio o la rentabilidad, por tratarse de un producto obligatorio y difícil de entender (pues su consumo no es inmediato), lo cual se refuerza con la falta de educación previsional. En esta situación, la fuerza de ventas (medida a través de los gastos operativos) parece haber jugado un rol importante en las decisiones de los afiliados de cambiarse de AFP y en la competencia de la industria de AFP.

4. La oferta: el comportamiento de las AFP

Actualmente, el mercado previsional privado está compuesto por cuatro AFP. La proporción de mercado de las AFP no ha variado de manera significativa, manteniéndose una distribución de afiliados casi equitativa, en donde cada una de las 4 AFP que actualmente opera absorbe cerca del 25% de los afiliados. En términos del índice de concentración *Herfindahl-Hirschman* (HHI), el mercado de las AFP ha mostrado una tendencia a la concentración, estabilizándose alrededor de un nivel considerado usualmente como de alta concentración (2500).

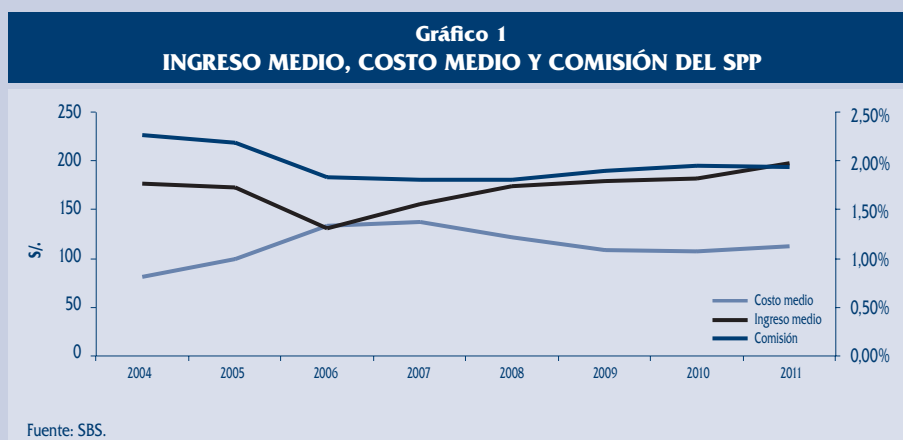
84 Se utilizó el estimador Mínimos Cuadrados Ordinarios y el Estimador SUR (Seemingly Unrelated Regressions)

85 Incorporación de la AFP Prima al SPP.

86 Medidos en relación a los gastos en ventas de una AFP referencial.

El Gráfico 1 ilustra la evolución del ingreso medio, el costo medio y la comisión promedio del SPP⁸⁷. Hasta 2006, el incremento en los costos medios estuvo acompañado de una reducción en el ingreso medio y en las comisiones, asociada directamente a la competencia temporal que generó el ingreso de una AFP en agosto de 2005 con una comisión menor a la existente en el mercado. A partir de 2007, y luego que la nueva AFP absorbiera a una AFP existente, se observa un incremento de los ingresos medios y una tendencia decreciente en los costos medios, especialmente de los gastos de ventas por concepto de cargas de personal que, potencialmente, genera un margen para reducir las comisiones.

Esta evolución de los ingresos y costos sugiere la existencia de un margen creciente que permitiría trasladar la reducción de costos a menores comisiones. Sin embargo, las comisiones han permanecido casi invariantes hasta el año 2008 y en los últimos años han mostrado una tendencia ligeramente creciente, lo cual podría estar asociado a la necesidad de generar recursos para afrontar una posible guerra comercial (barrera de entrada).



Al analizar las fuentes de rentabilidad de la industria a través de la identidad de Dupont, se encuentra que las AFP han logrado generar márgenes positivos relativamente estables a lo largo del tiempo, alcanzar un ratio de rotación de activos estable y reducir el grado de apalancamiento financiero. Este resultado sugiere que la industria estaría llegando a un estado de eficiencia óptimo en la gestión de sus operaciones debido al grado de madurez que ha alcanzado la industria, luego de 20 años de funcionamiento.

En resumen, el análisis sugiere que, en el caso peruano, la estructura de mercado del SPP corresponde a un oligopolio: el bien es homogéneo y poco diferenciado; la demanda es casi insensible a cambios en precios y rentabilidad, aunque reacciona a incentivos de corto plazo asociados al mayor gasto de las AFP en la fuerza de ventas; y los ofertantes no tienden a trasladar la reducción de sus costos a menores precios (comisiones), generando márgenes que les permite iniciar una guerra comercial ante la entrada de una nueva AFP.

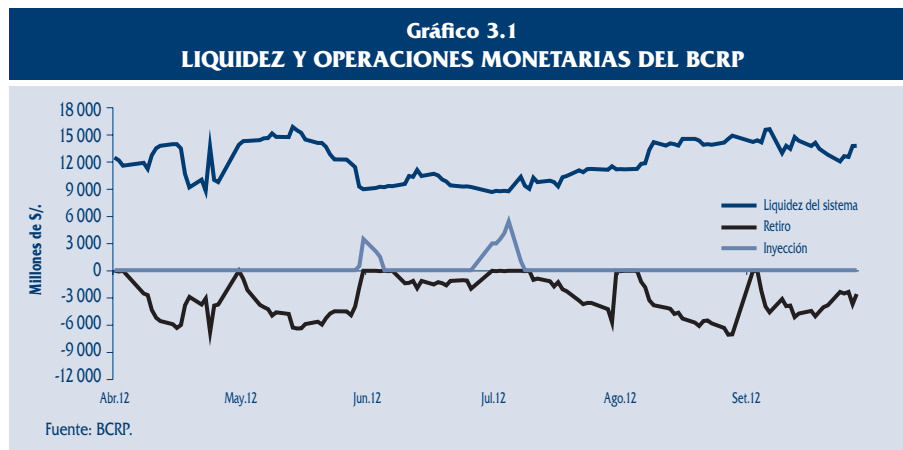
87 Para el cálculo del ingreso medio se dividió el ingreso por comisiones del SPP entre el número total de afiliados del SPP. En el cálculo del costo medio se dividió la suma de los gastos administrativos y de ventas del SPP entre el total de afiliados del sistema. Para el cálculo del costo marginal se dividió el incremento porcentual de los gastos administrativos y de ventas entre el incremento porcentual en el número de afiliados del sistema.





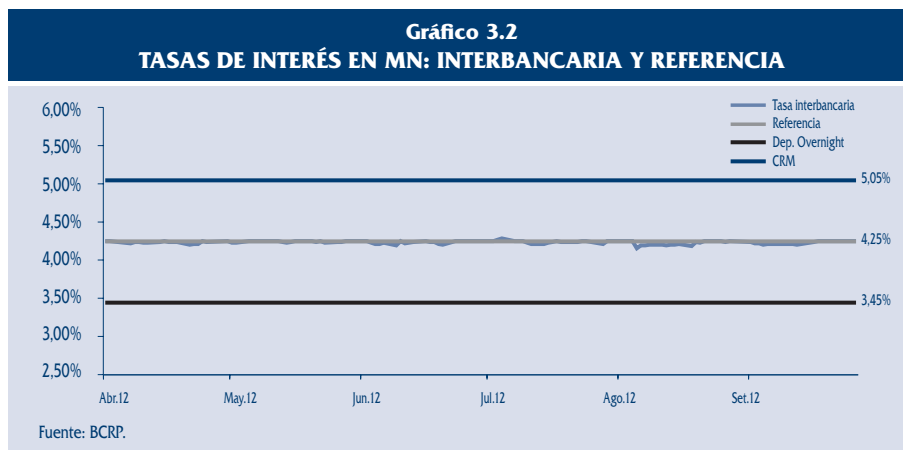
III. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO

68. **La liquidez en moneda nacional del sistema continuó holgada en el último semestre.** Las entidades del sistema financiero mantuvieron mayores saldos en moneda nacional en sus cuentas corrientes en el BCRP, debido a los mayores requerimientos de liquidez de la banca ante nuevas medidas de encaje. En ese escenario, el BCRP realizó operaciones de retiro e inyección de fondos en el 93% de los días útiles, similar al 94% del semestre anterior.

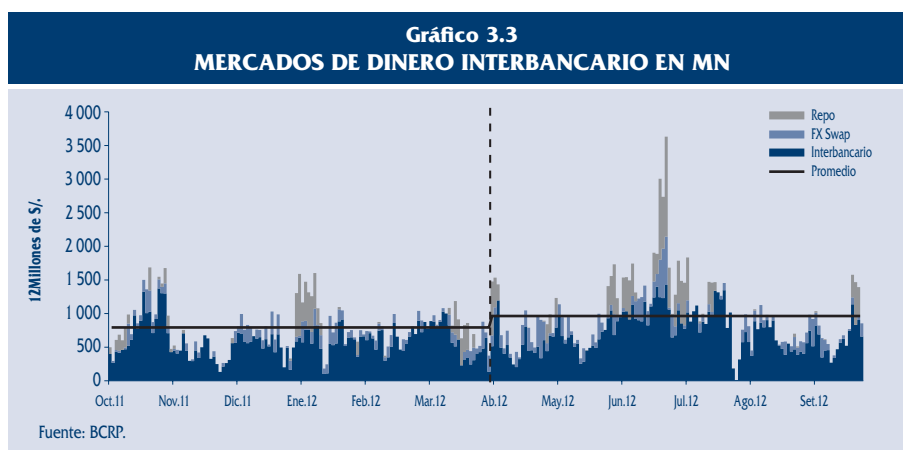


69. **El BCRP elevó en 0,5 puntos porcentuales la tasa de encaje media, tanto en soles como en dólares, en dos ocasiones durante el semestre (mayo y setiembre).** Adicionalmente, entre otras medidas, se incrementó el encaje marginal en moneda nacional de 25 a 30% y se extendió el encaje de 60% a los nuevos adeudados del exterior con plazos menores o iguales a 3 años (anteriormente con plazos menores o iguales a 2 años). Estas modificaciones a la normatividad de encaje buscaron atenuar el ritmo de crecimiento de la liquidez en un contexto de aceleración de la desdolarización de los depósitos, y de mayor endeudamiento corporativo y de bajas tasas de interés en dólares.

70. **La tasa de referencia no varió durante el período de observación.** Entre abril y setiembre, la tasa de política monetaria continuó en 4,25%, en un contexto de convergencia gradual de la inflación al rango meta. En promedio, la tasa de interés interbancaria fue 2 puntos básicos menor que la tasa de referencia; mientras que fue 1 punto básico menor que esta tasa en el semestre previo.



71. La negociación en el mercado de préstamos interbancarios fue mayor respecto al periodo anterior, luego de la introducción de las medidas de encaje. Los bancos usaron varias alternativas para obtener fondos en el mercado local, incrementando sus préstamos interbancarios, sus operaciones con FX Swaps⁸⁸ y las operaciones de reporte (Repos) con Certificados de Depósito del BCRP (CD BCRP). Así, el promedio diario de negociación en el mercado interbancario fue de S/. 721 millones, superior a los S/. 591 millones del semestre anterior. Mientras que en el mercado interbancario de FX Swap y de Repo con CD BCRP se negociaron S/. 134 millones y S/. 133 millones, respectivamente. Estos montos superaron los correspondientes S/. 101 millones y S/. 73 millones observados en el semestre previo.



72. Las entidades del sistema financiero demandaron instrumentos con mayor plazo. En este semestre se emitieron CD BCRP a plazos entre 1 y 18 meses. Cabe indicar que, en setiembre se reiniciaron las subastas de CD BCRP a 18 meses (la

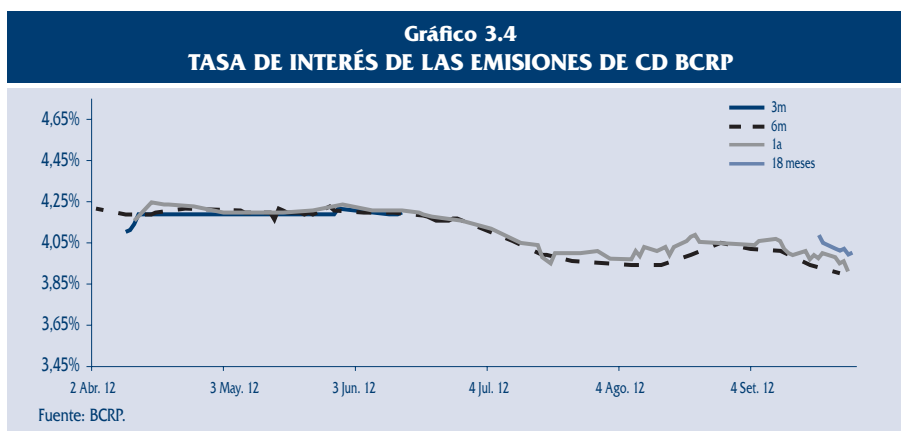
88 Un FX Swap es una operación compuesta de una compra (venta) de dólares en el mercado *spot* con una venta (compra) simultánea en el mercado *forward* que tiene por objeto obtener fondos de corto plazo en dólares (soles).



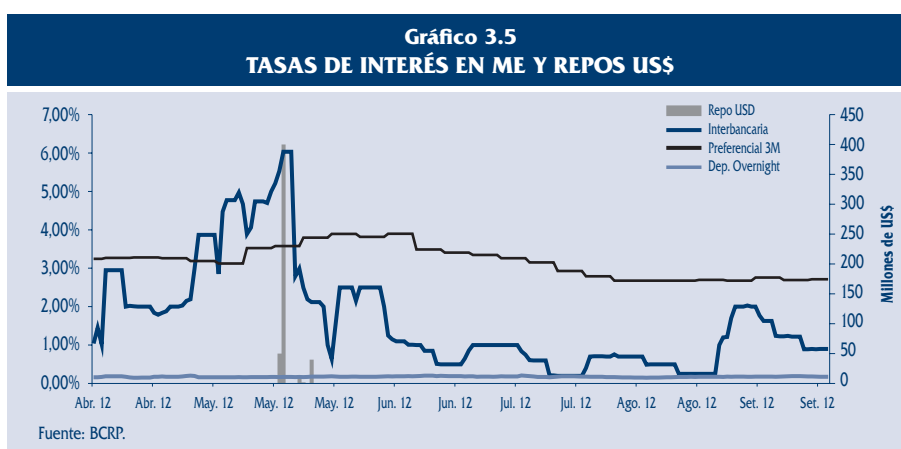


última subasta se había realizado en enero de 2008). Se colocaron S/. 2 000 millones de certificados a 1 y 3 meses, S/. 5 320 millones a 6 y 9 meses y S/. 5 968 millones a 1 año y 18 meses. Las entidades financieras mostraron preferencia por los CD BCRP a 6 meses y 1 año, con ratios promedio de colocación (respecto a la demanda) de 5 y 4, respectivamente.

73. Los rendimientos de los CD BCRP tendieron a disminuir debido al exceso de liquidez del sistema y la competencia relativa entre los participantes del mercado. Esta tendencia se acentuó en julio por expectativas de estabilidad de la tasa de referencia y por expectativas que el BCRP continuaría utilizando el encaje como instrumento de política monetaria.



74. De otro lado, el BCRP realizó por primera vez Repos para inyectar dólares por US\$ 502 millones, a plazos entre 1 y 7 días. Estas operaciones permitieron aliviar fricciones observadas en el mercado interbancario en dólares asociadas a la incertidumbre sobre la situación fiscal en la zona Euro.



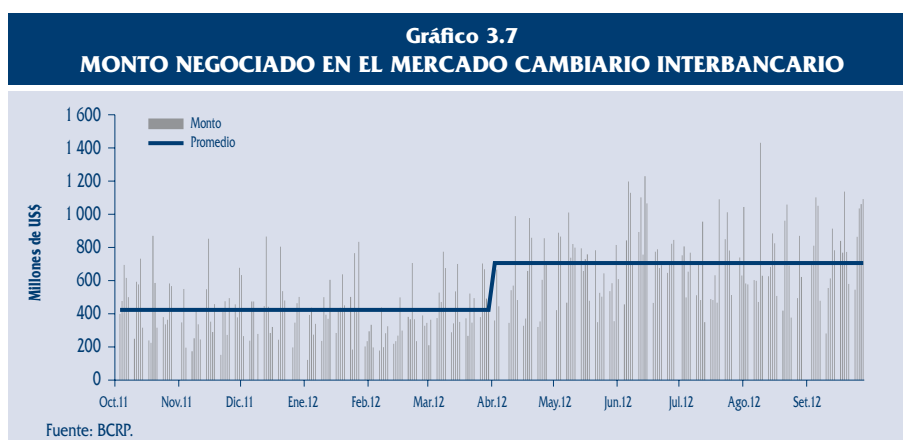
75. El Nuevo Sol se apreció 2,6% entre abril y setiembre, por la mayor oferta de dólares en el mercado spot. El tipo de cambio interbancario venta del

30 de setiembre fue S/. 2,599 por dólar, inferior al S/. 2,669 del 31 de marzo. La oferta *spot* de clientes locales superó la demanda *spot* de las AFP y la demanda *forward* de no residentes. El BCRP realizó compras netas por US\$ 4 859 millones.



En mayo, se revirtió temporalmente la tendencia a la apreciación de la moneda local debido a la incertidumbre sobre la situación fiscal en Europa. En este contexto, el BCRP realizó ventas por US\$ 676 millones, colocó Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) por US\$ 564 millones a 2 meses y Repos en dólares por US\$ 502 millones.

76. En el período, el promedio diario negociado en el mercado cambiario interbancario fue de US\$ 709 millones, mayor a los US\$ 420 millones negociados en el semestre previo.



77. 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.





La oferta *spot* neta fue de US\$ 6 903 millones, explicada principalmente por el sector minería (US\$ 4 774 millones) y los clientes minoristas (US\$ 3 488 millones). Por otro lado, las AFP demandaron US\$ 1 213 millones en el mercado *spot* y ofertaron US\$ 716 millones en el mercado *forward*. En el mercado de derivados (que incluye operaciones *forward*, *swap* y opciones), los clientes no residentes demandaron US\$ 1 186 millones. Esto correspondió, principalmente, a ventas *forward* pactadas por las entidades financieras con sus clientes. En el período se pactaron ventas *forward* por US\$ 4 124 millones, mientras que los vencimientos fueron de US\$ 2 949 millones.

78. A setiembre de 2012, la posición de cambio global⁸⁹ de la banca fue US\$ 252 millones y la posición de cambio contable⁹⁰ fue US\$ 254 millones. Estas cifras representaron aumentos de US\$ 273 millones y de US\$ 548 millones, respectivamente, respecto al 31 de marzo.

Cuadro 3.1
USOS Y FUENTES DEL MERCADO CAMBIARIO 1/
(Millones de US\$)

Oferta Neta	2011			2012			Del 1 Abr. al 30 Set.		
	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total
1. AFP	-2 108	-732	-2 840	-1 509	1 415	-95	-1 213	716	-496
2. No Residentes	317	-1 646	-1 329	1 232	-1 219	13	740	-1 186	-446
3. Fondos Mutuos Locales	2 992	-2 992	0	311	-311	0	209	-209	0
4. Banco de la Nación y financieras	-530	-96	-626	-120	-282	-401	-193	-86	-279
5. Otros	9 233	-738	8 495	12 827	-2 039	10 789	7 360	-1 007	6 353
Total	9 903	-6 204	3 700	12 741	-2 436	10 306	6 903	-1 772	5 132
a. Aumento Posic. Cambio Banca			-325			113			-273
b. Intervención neta del BCRP			-3 374			-10 419			-4 859
i. Compras netas del BCR			-3 537			-10 419			-4 859
ii. Variación de CDLD			162			0			0
TC promedio de compras			2,7223			2,6557			2,6306
TC promedio de ventas			2,8015			2,7071			2,7071
TC cierre de mercado			2,6970			2,5990			2,5990

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

79. En el mercado cambiario local, los bancos ofrecen a sus clientes operaciones *spot*, *forwards*, *swaps* y opciones. Sin embargo, el mercado está dominado por las operaciones *spot* y *forward*. En este sentido, **en los últimos años se ha registrado un crecimiento significativo en estos mercados, no sólo en las operaciones dólar-sol, sino también en las operaciones con otras monedas.**

89 La posición de cambio global es la suma de la posición de cambio contable y la posición neta en derivados. Mientras que la posición neta en derivados es igual a la diferencia entre la posición larga en derivados y la posición corta en derivados de moneda extranjera.

90 A posición de cambio contable es la diferencia entre la los activos y pasivos en moneda extranjera dentro del balance.

Cuadro 3.2
OPERACIONES SPOT Y FORWARD DE LA BANCA CON EL PÚBLICO
(Millones de US\$)

	2008	2009	2010	2011	2012
USD-PEN	178 713	142 972	158 386	169 778	142 009
Divisa-PEN	1 450	718	301	558	571
USD-Divisa	20 343	22 427	25 469	30 551	19 504
Total	200 507	166 116	184 156	200 887	162 084

Nota: A setiembre de 2012.

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

En los últimos años, el mercado *spot* dólar-divisa ha crecido de forma sostenida⁹¹, con excepción del año 2009. Este crecimiento se debería a las mayores operaciones de entidades locales relacionadas a comercio internacional e inversiones en el exterior, así como a la mayor negociación de divisas por bancos locales.

Si bien el mercado *spot* está dominado por las operaciones dólar-sol, la participación de las operaciones con otras divisas ha pasado de ser el 9% del total transado en 2008 a 16% del total en 2011 (14% a setiembre de 2012).

Cuadro 3.3
OPERACIONES SPOT Y FORWARD DE LA BANCA CON EL PÚBLICO
(Millones de US\$)

USD contra divisa					
Divisas	2008	2009	2010	2011	2012
AUD	15	13	82	892	123
BRL	322	640	47	582	621
CAD	42	98	2 031	1 878	1 300
CHF	25	19	239	447	48
CLP	4	1	29	129	50
COP	53	-	-	28	87
DKK	6	1	2	1	1
EUR	8 484	7 475	13 000	14 778	10 574
GBP	81	740	1 413	1 864	337
JPY	175	150	548	553	249
MXN	0	-	172	1 185	677
NOK	2	0	98	137	4
SEK	4	3	16	27	18
Total	9 212	9 140	17 677	22 501	14 088
PEN contra divisa					
Divisas	2008	2009	2010	2011	2012
BRL	-	556	-	-	-
CAD	0	4	1	2	1
CHF	0	-	1	3	3
EUR	730	100	182	326	301
GBP	3	1	15	2	5
USD	103 604	83 841	100 407	119 026	95 333
Total	104 338	84 502	100 607	119 360	95 643
Gran Total	113 550	93 641	118 283	141 861	109 731

Nota: A setiembre de 2012.

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

91 El tamaño del mercado es la suma del total de operaciones de compra y el total de operaciones de venta realizadas por la banca privada local con entidades locales y extranjeras.





De otro lado, el mercado *forward* dólar-divisa ha registrado una tendencia decreciente. Esto se debería a la menor negociación de divisas por bancos locales. Adicionalmente, la participación de las operaciones con otras divisas sobre el total negociado se ha mantenido estable alrededor del 14%.

Cuadro 3.4
OPERACIONES SPOT Y FORWARD DE LA BANCA CON EL PÚBLICO
(Millones de US\$)

USD contra divisa					
Divisas	2008	2009	2010	2011	2012
AUD	-	-	12	58	12
BOB	-	20	40	-	-
BRL	5 236	9 384	617	1 191	733
CAD	-	-	36	29	35
CHF	4	6	8	60	2
CLP	14	-	1	144	13
COP	943	458	25	262	132
EUR	4 691	3 283	6 645	5 192	3 433
GBP	9	12	44	90	106
JPY	103	91	242	226	107
MXN	132	33	97	798	844
NOK	-	-	24	-	-
ZAR	-	-	1	-	-
Total	11 132	13 287	7 792	8 050	5 416
PEN contra divisa					
Divisas	2008	2009	2010	2011	2012
EUR	716	57	102	224	261
USD	75 109	59 131	57 979	50 752	46 676
Total	75 825	59 188	58 080	50 976	46 937
Gran Total	86 957	72 475	65 872	59 026	52 352

Nota: A setiembre de 2012.

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

IV. SISTEMAS DE PAGOS

80. A setiembre de 2012, la variación en los últimos 12 meses del promedio diario de las transferencias fue de 1,6% en valor y 10,7% en volumen en los Sistemas de Pagos⁹². Sin embargo, el período enero-setiembre registró mayores tasas de crecimiento respecto a similar período del año anterior, luego de superado el efecto de la caída en el cuarto trimestre de 2011 en las transacciones cursadas en el Sistema LBTR (ver cuadro).

Cuadro 4.1 SISTEMAS DE PAGOS DE IMPORTANCIA SISTÉMICA (Promedio diario*)								
Sistemas	2010 (1)	2011 (2)	Últimos 12 meses		Enero - Setiembre		Var. %	
			Set. 11 (3)	Set. 12 (4)	2011 (5)	2012 (6)	(4)/(3) (7)	(6)/(5) (8)
Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)								
Valor (mill. S/.)	9 633	10 957	11 503	11 613	11 385	12 266	1,0	7,7
Volumen (unidades)	2 239	2 598	2 557	2 728	2 592	2 765	6,7	6,7
Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)								
Valor (mill. S/.)	97	129	133	146	127	151	10,1	18,2
Volumen (unidades)	1 148	1 449	1 608	1 034	1 614	1 064	-35,7	-34,0
Valores del Gob.								
Valor (mill. S/.)	36	56	43	97	48	103	124,7	113,7
Volumen (unidades)	10	19	15	36	17	39	142,1	127,4
Rueda de Bolsa								
Valor (mill. S/.)	61	73	90	49	79	48	-45,3	-39,5
Volumen (unidades)	1 138	1 429	1 593	998	1 597	1 026	-37,3	-35,8
Cámara de Compensación Electrónica (CCE)								
Valor (mill. S/.)	728	823	800	877	807	878	9,6	8,8
Volumen (unidades)	44 674	49 210	48 006	53 994	47 603	53 945	12,5	13,3
Cheques								
Valor (mill. S/.)	622	669	656	687	661	685	4,7	3,6
Volumen (unidades)	33 788	33 095	33 282	33 342	32 690	33 012	0,2	1,0
Transferencias de Crédito								
Valor (mill. S/.)	105	155	144	190	146	193	31,8	32,3
Volumen (unidades)	10 886	16 115	14 724	20 652	14 913	20 933	40,3	40,4
TOTAL								
Valor (mill. S/.)	10 457	11 909	12 436	12 636	12 319	13 295	1,6	7,9
Volumen (unidades)	48 061	53 257	52 171	57 756	51 808	57 775	10,7	11,5

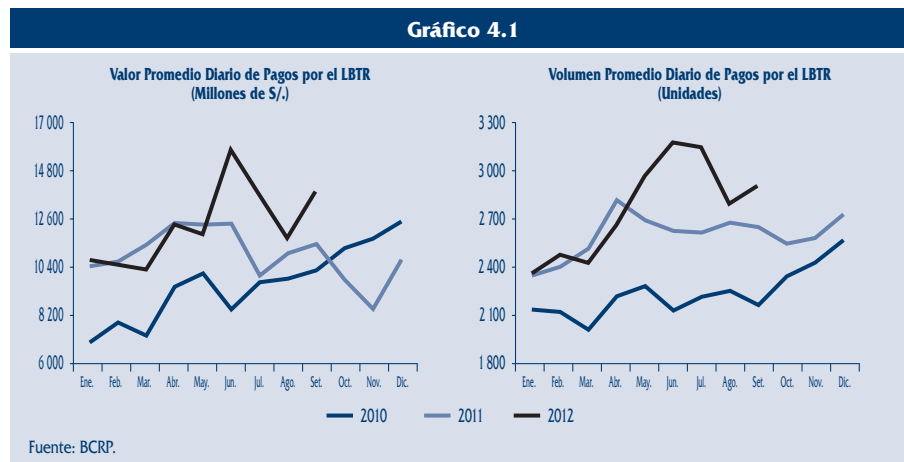
* Valores en moneda nacional y moneda extranjera expresados en nuevos soles.
Fuente: BCRP.

92 Las estadísticas de valor y volumen son expresadas en promedio diario.





81. En el Sistema LBTR se registró un incremento de 1% en el valor de las transferencias en los últimos doce meses, observándose una mayor dinámica en lo que va del presente año, particularmente a partir del mes de mayo, tal como se puede ver en los siguientes gráficos.



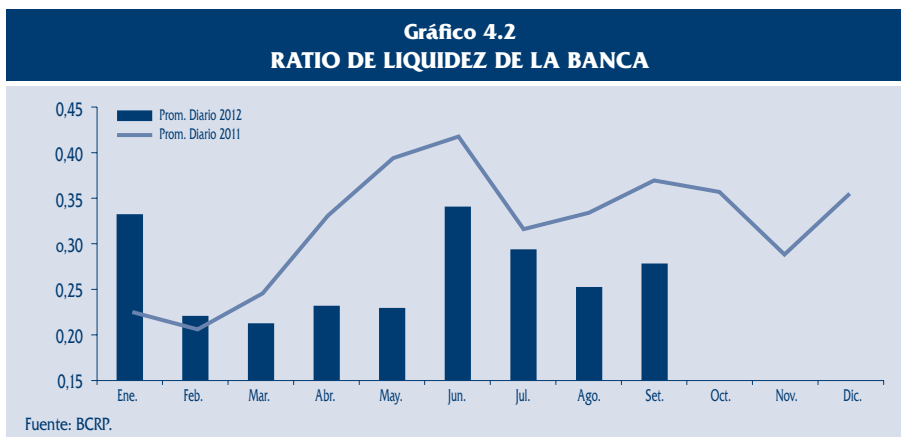
Cabe recordar que en el cuarto trimestre de 2011 se registró un valor promedio de transferencia de S/. 3,7 millones, mientras que en el período enero-setiembre del presente año dicho valor alcanzó los S/. 4,4 millones.

Con la finalidad de integrar a las empresas del sistema financiero no bancario, éstas han recibido capacitación en el uso del Sistema LBTR y se han suscrito convenios de adhesión para su interconexión electrónica, la que está en proceso de implementación con el proveedor de comunicaciones.

82. El ratio de liquidez en moneda nacional⁹³ mostró niveles inferiores a los registrados en 2011, que refleja una mayor capacidad de la banca para atender sus obligaciones en los Sistemas de Pagos. (ver gráfico).

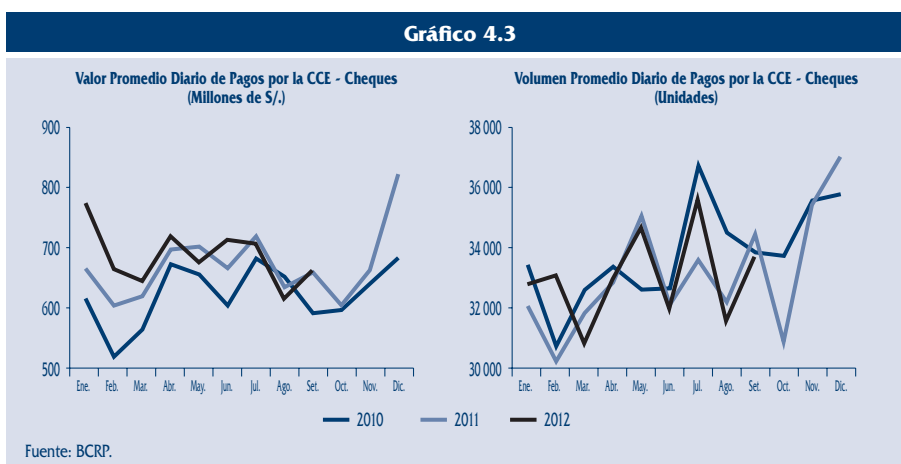
La reducción del ratio se explica por el incremento de los recursos líquidos de la banca, en un contexto del aumento del encaje y de mayores tenencias de valores y depósitos en el BCRP por parte de los participantes en el LBTR. La reducción del mencionado ratio refleja un menor riesgo sistémico en el período.

93 El ratio de las obligaciones diarias de liquidez es un indicador de riesgo que compara las obligaciones 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.



83. En la CCE, las operaciones procesadas en los últimos doce meses aumentaron en 9,6% y 12,5% en valor y volumen, respectivamente, destacando el dinamismo de las transferencias de crédito debido a la mayor aceptación de este instrumento de pago electrónico por parte del público.

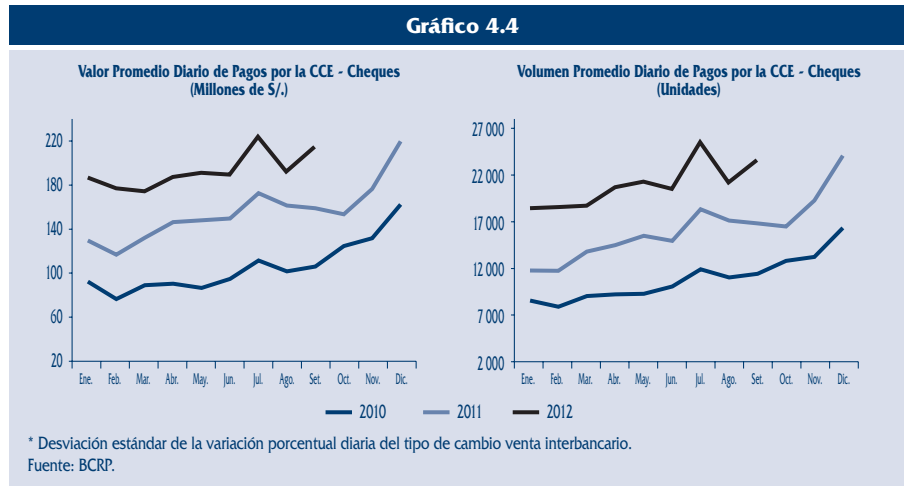
Las transferencias de crédito continúan ganando participación en el volumen total de operaciones de la CCE, pasando de 30,7% a 38,2%.



84. Mientras que el volumen promedio diario de operaciones con cheques se ha estancado, las transferencias de crédito⁹⁴ registraron una tasa de crecimiento de 40,3% en los últimos doce meses, reflejo de una mayor aceptación de este instrumento de pago por parte del público.

⁹⁴ Las transferencias de crédito pueden ser ordinarias, para el pago de haberes, de proveedores, de CTS y de tarjetas de crédito.



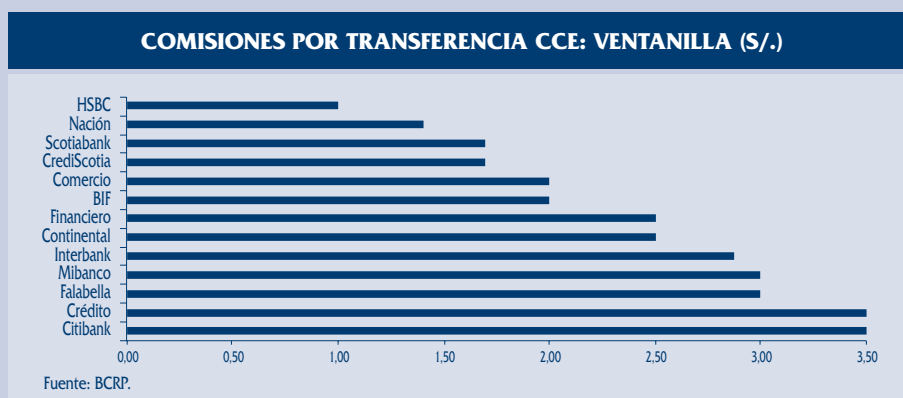


85. Cabe destacar que, en abril del presente año, el BCRP autorizó a la Caja Municipal de Ahorro y Crédito (CMAC) de Huancayo a participar en la presentación de Cheques para cobrar y en la compensación de Transferencias de Crédito de la CCE.

**RECUADRO 9
COMISIONES POR TRANSFERENCIAS EN LOS SISTEMAS DE PAGOS**

Las comisiones que pagan los clientes del sistema financiero por realizar transferencias en los sistemas de pagos son un importante factor en el desarrollo de los pagos interbancarios electrónicos. Al respecto, el Banco Central publica mensualmente la calculadora de comisiones⁹⁵ en su Portal Web (<http://www.bcrp.gob.pe/sistemas-de-pagos/transferencia-electronica-de-fondos/calculadora-comisiones.html>) para orientar a los clientes bancarios.

El siguiente gráfico muestra la comisión cobrada por los bancos⁹⁶ que originan la operación a las personas naturales cuando se realiza una transferencia ordinaria en moneda nacional por ventanilla, vía la CCE. Se puede observar que dicha comisión fluctúa entre S/. 1,0 y S/. 3,5.



La tarifa que la CCE cobra a los bancos por sus operaciones disminuye progresivamente a medida que aumenta el número de transacciones, lo que beneficia a las entidades con mayor volumen de operaciones al reducir significativamente su tarifa promedio por transacción.

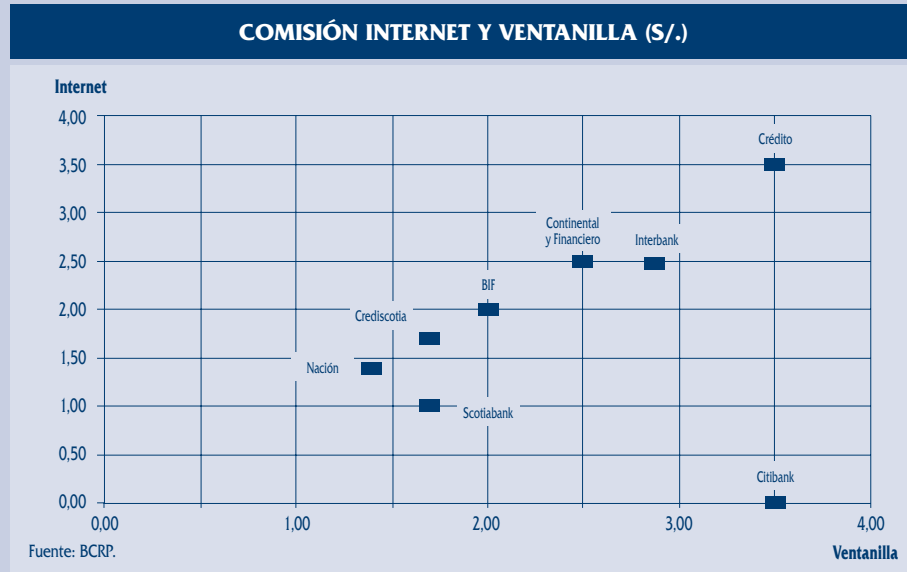
A pesar de ello, es interesante destacar que los bancos de mayor tamaño no necesariamente tienen menores comisiones. En ese sentido, habría campo para que las mencionadas entidades reduzcan sus comisiones, abaratando así el costo de utilizar este instrumento a sus clientes.

El siguiente gráfico muestra las comisiones que cobran los bancos por transferencias vía la CCE instruidas por ventanilla o por internet. Se observa que la mayoría de los bancos cobra por las transferencias en ventanilla una comisión igual a la que se cobra por vía internet, ello a pesar de que las transferencias que se realizan vía internet, al ser electrónicas, tienen un menor costo que las realizadas por ventanilla.

95 Utiliza la información remitida por la banca (Circular 046-2010-BCRP).

96 Cabe mencionar que el banco receptor de los fondos cobra adicionalmente S/. 1, salvo en casos de convenios entre bancos.





En contraste, el Scotiabank y Citibank tienen una comisión que refleja la mayor eficiencia del canal electrónico.

El costo por comisiones se eleva cuando la transferencia de fondos vía la CCE se realiza a otra plaza o ciudad⁹⁷, por ejemplo, de Lima a Cusco. En el cuadro anterior se observa la comisión que como receptor o como origen de la transferencia de fondos cobran algunos bancos, de acuerdo con sus tarifarios publicados. Por lo general, los bancos cobran una tasa similar, estableciendo un monto mínimo y uno máximo de comisión para las transferencias a otra plaza o a una plaza exclusiva, en la que existe una sola oficina bancaria, el Banco de la Nación en la mayoría de los casos.

Las comisiones que se muestran no toman en cuenta la distancia entre las plazas, pues se aplica la misma tasa tanto si se remite el dinero a Ica como a Cusco.

Según la banca, el costo del traslado de efectivo (que en nuestro mercado realizan las empresas Prosegur y Hermes) representa el mayor componente del costo total de una transferencia interplaza para un banco receptor. Sin embargo, cuando la transferencia se realiza de otras plazas a Lima no habría necesidad de enviar efectivo porque los bancos se abastecen directamente del BCRP.

El elevado nivel de dichas comisiones puede llevar a que algunos clientes busquen medios alternativos para la remesa de dinero, como por ejemplo, mediante el envío de encomiendas o el transporte personal del efectivo, con los consiguientes riesgos que ello representa.

97 Similar cobro se realiza cuando la transferencia se realiza a otra plaza dentro del mismo banco.

COMISIONES POR TRANSFERENCIAS INTERBANCARIAS INTERPLAZA			
Banco	Tasa	Min.	Max.
Crédito			
Otra Plaza			
Receptor	0,5%	S/. 14,00	S/. 280,00
Origen	0,1%	S/. 3,50	S/. 17,50
Plaza exclusiva			
Receptor	1,5%	S/. 28,00	S/. 840,00
Origen	0,1%	S/. 3,50	S/. 17,50
Scotiabank			
Otra Plaza			
Receptor	0,5%	S/. 14,00	S/. 280,00
Origen		S/. 1,70	S/. 1,70
Plaza exclusiva			
Receptor	1,5%	S/. 28,00	S/. 840,00
Origen		S/. 1,70	S/. 1,70
Banco de la Nación			
Otra Plaza			
Receptor	0,5%	S/. 15,48	S/. 309,60
Origen	0,1%	S/. 3,50	S/. 70,00
Plaza Exclusiva			
Receptor	1,5%	S/. 30,96	S/. 928,80
Origen	0,5%	S/. 11,67	S/. 350,00
BBVA Continental			
Otra Plaza			
Receptor	0,5%	S/. 14,00	S/. 280,00
Origen	0,1%	S/. 2,50	S/. 25,00
Plaza exclusiva			
Receptor	1,5%	S/. 28,00	S/. 840,00
Origen	0,1%	S/. 2,50	S/. 25,00

Fuente: Tarifario de bancos.

En el caso de las transferencias vía el Sistema LBTR, en los últimos 10 años, la comisión que cobra la banca a sus clientes prácticamente se ha mantenido en alrededor de S/. 20,0, a pesar que el BCRP disminuyó la tarifa que cobra a los bancos por dichas transferencias en dos oportunidades: en 2007 (de aproximadamente S/. 7 a S/. 4) y en 2011 (de S/. 4 a S/. 2), pudiendo en el margen caer hasta a S/. 1.

Asimismo, desde el año 2011 el nuevo Sistema LBTR facilita la interconexión con los sistemas internos de los bancos, eliminando o reduciendo significativamente los procesos manuales que originan costos y riesgos. Sin embargo, la banca ha mantenido altas las comisiones que cobra a sus clientes.

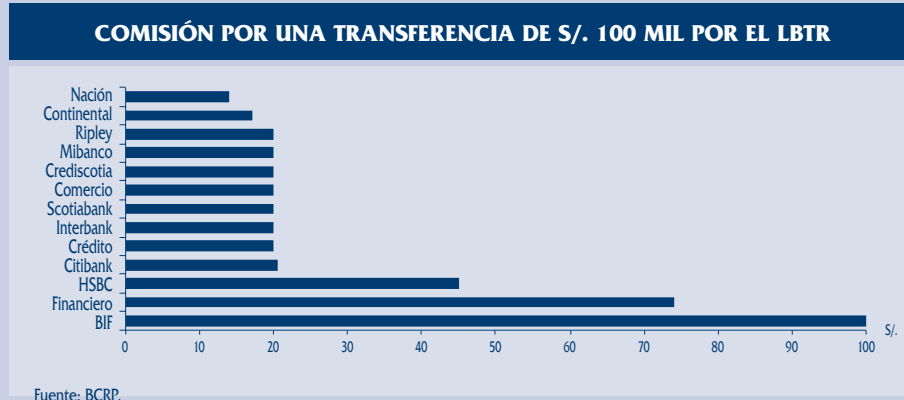
En el gráfico se observa las comisiones que cobran los bancos⁹⁸ para una transferencia de S/. 100 mil a través del LBTR. La mayoría de bancos cobra una comisión similar. Sin embargo, los bancos HSBC, Financiero y BIF son los que mayor comisión cobran a sus clientes. Este último tiene una tasa de 0,1%.

98 Los bancos Azteca y Deutsche no señalan que cobran comisión por transferencias vía LBTR.





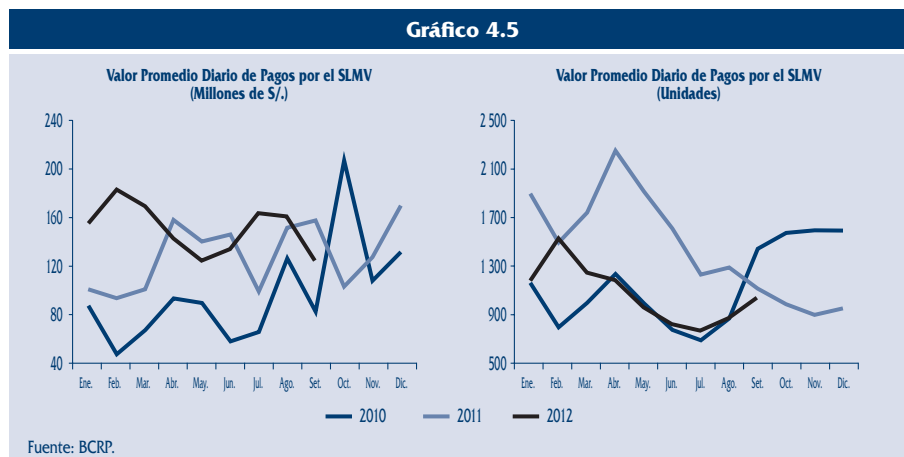
Para transferencias de montos bajos, algunos bancos cobran una mayor comisión, desincentivando dichas transacciones por el Sistema LBTR. Asimismo, se observa que se canalizan principalmente transferencias del sector corporativo por dicho sistema.



86. En el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) el monto de las operaciones procesadas creció en 10,1% en el período analizado y muestra un mayor dinamismo en lo que va del presente año.

Dicho crecimiento se explica principalmente por las operaciones con bonos soberanos, que incrementaron su participación de 32,5% al 66,4% en el valor total de transacciones en el SLMV en los últimos doce meses.

Por su parte, para el mismo período, las operaciones de Rueda de Bolsa liquidadas en el SLMV se redujeron en 45,3% y 37,3% en valor y volumen, respectivamente, principalmente porque cayeron las operaciones con instrumentos de renta variable.



87. La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), mediante Resolución SMV N° 027-2012-SMV/01 publicada en el diario El Peruano el 29 de junio de 2012, promulgó el Reglamento de los Sistemas de Liquidación de Valores, norma con la que desarrolla las funciones de supervisión que le atribuye la Ley N° 29440 y que constituye instrumento equivalente al Reglamento General de los Sistemas de Pagos, publicado por el BCRP en mayo de 2010.

Por otro lado, cabe resaltar que en julio del presente año CAVALI anunció la instalación de un nuevo Data Center de contingencia, ubicado en Estados Unidos y que viene a sumarse a los dos ya existentes en Lima, que entraría en operación luego de culminadas las respectivas pruebas técnicas, lo que contribuye con su fortalecimiento tecnológico y su plan de continuidad de negocios.

88. A setiembre del presente año continuó la tendencia creciente en el uso de instrumentos electrónicos (tarjetas de crédito, de débito, transferencias y débitos directos) para realizar pagos de bajo valor. Dicha tendencia es resultado de las ventajas en eficiencia y seguridad que en general tienen los instrumentos de pago electrónicos respecto de aquellos basados en papel (efectivo y cheques).

El promedio diario total de transferencias con dichos instrumentos fue de S/. 2 194 millones, 30,1% mayor al nivel alcanzado el mismo mes del año anterior. Este resultado refleja principalmente el aumento en 29,3% de las transferencias de crédito procesadas al interior de las empresas del sistema financiero. Además, los pagos con tarjetas de crédito aumentaron en 37,3% y los realizados con tarjetas de débito en 48,4% en el período.

Cuadro 4.2 PAGOS CON INSTRUMENTOS ELECTRÓNICOS (Promedio diario en millones de nuevos soles)			
	Set.11	Set.12	Var. %
Transferencias de Crédito*	1 997	2 583	29,3
Débitos Directos	85	115	35,6
Tarjetas de Crédito	82	112	37,3
Tarjetas de Débito	31	45	48,4
Total	2 194	2 855	30,1

* Intrabancario.
Fuente: Circular 046-2010-BCRP.





RECUADRO 10 INNOVACIONES EN LOS PAGOS MINORISTAS

En general, los bancos centrales tienen interés en promover la eficiencia y seguridad de los sistemas de pago, aún en casos en que exista un bajo riesgo sistémico, ya que con ello se contribuye a reducir el costo y riesgo de las transacciones entre los agentes económicos, al impulsar el reemplazo del efectivo por pagos electrónicos.

Al respecto, el Comité de Pagos y Liquidaciones del Banco de Pagos Internacionales, en su documento “Innovación en Pagos Minoristas” (mayo de 2012)⁹⁹, señala que en la última década se desarrollaron varias innovaciones en la forma en la que se llevan a cabo los pagos minoristas, orientadas principalmente a aumentar su eficiencia. Dichas innovaciones se han dado en las tarjetas de pago, los pagos por Internet, los pagos móviles, presentación y pagos de facturas electrónicas y en infraestructura y seguridad.

Al respecto, de las experiencias con dichas innovaciones el documento señala las siguientes tendencias en los pagos minoristas:

- Si bien el mercado es dinámico, sólo algunas innovaciones han tenido un impacto significativo.
- La mayoría de las innovaciones son desarrolladas para el mercado doméstico, y sólo algunas tienen alcance internacional.
- Existe un creciente énfasis en acelerar el procesamiento de pagos, ya sea a través de una liquidación o iniciación de pagos más rápida.
- La inclusión financiera ha servido como una importante fuerza motriz para las innovaciones que se han llevado a cabo.
- El rol de las entidades no bancarias se ha incrementado significativamente en parte debido al creciente uso de las innovaciones tecnológicas, lo que permite a las entidades no bancarias competir con los bancos en aquellas áreas donde éstos no predominan aún.

De otro lado, el estudio identifica determinados factores endógenos y exógenos que pueden servir como motores de desarrollo o como barreras a las innovaciones en los pagos minoristas. Como factores exógenos se tiene a los desarrollos tecnológicos, el comportamiento del usuario y la regulación; mientras que los factores endógenos más importantes son la cooperación y la estandarización.

El documento sugiere que en los próximos cinco años podría esperarse que, entre otros:

- El avance tecnológico diluya las diferencias entre las categorías de productos, dado que los dispositivos y canales de acceso se están volviendo intercambiables.
- La tecnología de Near Field Communication muestre un gran potencial de crecimiento, ya que apoya procesos de pago más rápidos.
- El comercio electrónico potencie la demanda de pagos por Internet, sobre todo porque los métodos de pago existentes no siempre satisfacen las necesidades de eficiencia y seguridad para los usuarios.

99 <http://www.bis.org/publ/cpss102.pdf>

- Se den grandes mejoras en los servicios de pago, particularmente en los países con una infraestructura de pagos subdesarrollada.
- Mayor convergencia de pagos a nivel global pero persistencia de diferencias a nivel regional.

En este contexto de innovación, el documento indica que los bancos centrales se enfrentarán a desafíos en su monitoreo y evaluación de los nuevos desarrollos de pagos minoristas. Asimismo, deberán tener un especial cuidado en su evaluación y orientación para con el mercado de pagos minoristas, debido a los potenciales cuestionamientos si resultasen inadecuadas.

Además, a medida que surjan las innovaciones y los mercados se desarrollen, los bancos centrales se enfrentarán al reto de revisar su marco de supervisión existente, pudiendo requerir cooperación de otras autoridades, tanto nacionales como internacionales. En ese contexto, los temas de estandarización e interoperabilidad representan un reto para las autoridades responsables.

Por último, los bancos centrales deberían evaluar el efecto potencial de las innovaciones sobre los servicios que ofrecen, en especial desde el punto de vista del riesgo de liquidez y operativo, y podrían llevar a cabo el seguimiento del impacto de las innovaciones sobre el efectivo y la política monetaria, aunque el consenso general es que dicho impacto es actualmente limitado.

En el caso de Perú, en la actualidad se tiene una variedad de propuestas de innovación en los pagos minoristas, principalmente orientadas a pagos móviles sobre la base de cuentas de depósito y de cuentas de dinero electrónico para dar acceso a servicios de pago a las personas que no acceden a ellos. En el último caso, se encuentra en la Comisión de Economía un Proyecto de Ley de Dinero Electrónico que está orientado a dar mayor seguridad y eficiencia a este medio de pago.





V. BALANCE DE RIESGOS

89. El mercado financiero peruano ha mostrado fortaleza ante los signos de incertidumbre en los mercados financieros globales. Sin embargo, se debe estar alerta ante la ocurrencia de posibles escenarios adversos que, a través de los canales comerciales y financieros, puedan afectar el crecimiento económico del Perú.

En particular, un escenario posible sería un deterioro en el nivel de confianza y de debilidad de los sectores financieros de los países desarrollados. Este escenario podría implicar la reducción de la demanda por nuestras exportaciones y, por ende, un detrimento en los términos de intercambio, lo que afectaría a su vez el crecimiento del PBI doméstico. Por otro lado, se podría generar una salida acelerada y desordenada de capitales, así como un incremento en la volatilidad de los precios de nuestros principales activos financieros, afectando los portafolios de los inversionistas institucionales. Esta situación podría tener efectos negativos en los mercados financieros y, como consecuencia, en el nivel de actividad.

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

a. Las menores perspectivas de crecimiento en los Estados Unidos, las que han afectado las proyecciones de la economía mundial. De acuerdo al World Economic Outlook (WEO) del FMI de octubre, la proyección de crecimiento de la economía mundial se ha reducido de 3,5% a 3,3%, para el año 2012.

Una fuente importante de riesgo es la incertidumbre asociada a la aprobación de las medidas que permitan superar el denominado “abismo fiscal” en los Estados Unidos, el cual consiste en aumentos de los impuestos¹⁰⁰ y recortes del gasto público¹⁰¹ que entrarían en vigencia a inicios de 2013, cuyo impacto se estima en una reducción del déficit fiscal de 4% de su PBI pero con una posible contracción de su economía en 1,3%.

b. La desaceleración del crecimiento en China en el segundo trimestre de 2012, como consecuencia del debilitamiento de la demanda externa; el endurecimiento de las condiciones crediticias en respuesta a la expansión del

¹⁰⁰Expiración de los recortes tributarios iniciados por George Bush y recorte tributario a los empleados establecido por Barack Obama.

¹⁰¹Eliminación del subsidio de emergencia a los cesantes y reducción del gasto público en los sectores defensa y salud, denominado Obamacare.

crecimiento de crédito y posible burbuja inmobiliaria; y el regreso a un ritmo más sostenible de inversión pública.

La reducción en las proyecciones de crecimiento para los años 2012 y 2013 en 8,2% y 8,8%, respectivamente, se encuentra en un contexto en el que las autoridades de China han mostrado la intención de reequilibrar el crecimiento hacia el consumo interno.

- c. La incertidumbre proveniente de la Zona Euro**, que continúa siendo el determinante más importante para la evolución de los mercados financieros globales. Los indicadores económicos continúan presentando valores negativos y con proyecciones de crecimiento que indicarían una continuación de la etapa recesiva que no logra restablecer la confianza de perspectivas de mejora en el mediano plazo. Los indicadores de producción manufactureros (PMI) continúan mostrando reducciones consecutivas en los últimos nueve meses. Asimismo, la publicación de datos del mercado monetario sugieren que la recesión del lado real de la economía está siendo exacerbada por la falta de renovación de créditos a empresas no corporativas.

Es importante resaltar que el nivel de incertidumbre proveniente de la Zona Euro variaría de forma importante si las autoridades europeas no adoptan políticas prudentes que ayuden a mejorar las condiciones financieras de los países de la periferia. Asimismo, aún persiste el riesgo de que Grecia abandone la Eurozona y el posible efecto que esto pueda tener en el resto de países europeos como España, que actualmente viene implementando medidas para afrontar la crisis de su sistema financiero.





RECUADRO 11 LA CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL Y SUS IMPLICANCIAS PARA EL PERÚ

Previo a la crisis financiera internacional *sub-prime*, en España se gestó una burbuja en el mercado inmobiliario, en parte, por la implementación de reformas¹⁰² que contribuyeron, de manera indirecta, al exacerbado crecimiento del sector inmobiliario. Estas disposiciones propiciaron una flexibilización de las condiciones crediticias¹⁰³ por parte del sistema financiero que devinieron en un vertiginoso crecimiento del crédito hipotecario. De este modo, gran parte de la demanda por viviendas se tornó especulativa¹⁰⁴, a lo que se sumó la concesión de créditos de consumo a las familias avalados en la revalorización de sus casas (*home equity loan*). Por ello, tanto los bancos como las cajas de ahorro incrementaron en gran medida sus colocaciones hipotecarias, de las cuales más del 90% eran a tasa variable¹⁰⁵.

El estallido de la burbuja inmobiliaria tuvo lugar por un endurecimiento de las condiciones de financiamiento, como consecuencia de la crisis financiera internacional de 2007-2009. En principio, la liquidez en los mercados financieros internacionales comenzó a limitarse y las primas por riesgo se incrementaron en gran magnitud (mientras que en setiembre de 2003, la EURIBOR a 12 meses se situaba en 2,258%, en setiembre de 2008 llegaría a 5,384%). Ello ocasionó que, para la gran mayoría de deudores hipotecarios, sus pagos mensuales más que se duplicaran, originándose un considerable aumento en la morosidad de los créditos otorgados al sector construcción (de 0,5% en 2007 a 5,7% en 2008) y de los hipotecarios (de 0,6% en 2007 a 2,4% en 2008).

El empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas y de la solvencia de los prestatarios, así como la tendencia internacional hacia un menor apalancamiento, se manifestaron en una contracción de la oferta de crédito. La imposibilidad de refinanciar deudas generó un círculo vicioso que desencadenó un rápido incremento de los créditos dudosos¹⁰⁶, lo que devino en más restricciones (reducción de plazos de financiamiento y exigencia de mayores niveles de garantías). Ello conllevó un descenso en la inversión residencial, principal motor de crecimiento para la economía española, lo que impactó en la demanda interna y en el nivel de empleo, poniendo fin a la bonanza de la inversión inmobiliaria y comprometiendo seriamente la estabilidad del sistema financiero español.

En respuesta a este escenario, las autoridades de ese país implementaron medidas para fortalecer su sector financiero y mitigar los efectos negativos de la crisis, en particular, sobre las Cajas de Ahorro (las entidades financieras con mayor exposición al segmento inmobiliario). El objetivo

102 Entre ellas, destacaron la reforma de la ley de suelo (1998) –que se instauró con el objetivo de urbanizar terrenos rústicos o rurales mediante privatizaciones para incrementar la oferta de casas y abaratar el acceso a la vivienda-, la reforma laboral (2002) y la adopción del Euro (2002).

103 De acuerdo al FMI, en 2008 los créditos hipotecarios en España registraron un *loan to value* en niveles de hasta 100% (Global Stability Report, IMF, 2008).

104 Se estima que, en 2007, se construían alrededor de 800 mil viviendas al año, cuando la demanda real oscilaba entre 300 mil y 400 mil viviendas. Gran parte de la demanda provino de la población juvenil, de adultos que deseaban tener una segunda residencia en la costa y de ciudadanos europeos que venían a residir a España por cuestiones de trabajo o para jubilarse.

105 Ello implicaba una exposición de los clientes al riesgo de tasa de interés.

106 Definidos como colocaciones morosas cuya situación de atraso supera los 90 días. Además, pueden calificarse como dudosos a los créditos que presenten dudas razonables sobre su reembolso total (principal más intereses).

inicial de las medidas implementadas fue preservar el modelo de negocio de las Cajas de Ahorro, buscando soluciones privadas (vía procesos de integración, a través de fusiones entre ellas y/o con bancos, en el marco de los Sistemas Institucionales de Protección – SIP) con el respaldo del Estado (a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria – FROB) y, en algunos casos, la nacionalización de estas entidades (vía la capitalización de acreencias del FROB). No obstante ello, tras la posterior agudización de la crisis de deuda en la Zona del Euro, el proceso de reforma del sistema de Cajas de Ahorro conllevó su transformación en bancos.

Sin embargo, estos esfuerzos resultaron insuficientes y tras sucesivos downgrades en las clasificaciones de riesgo tanto del país como de las entidades financieras (que se reflejaron en mayores costos de endeudamiento), la Unión Europea hizo público el “Memorandum de Entendimiento sobre Condicionalidad de las Políticas del Sector Financiero”, documento en el que se formalizó la intención del bloque económico para intervenir en el rescate del sistema financiero español, abordando tres aspectos: i) identificación de las necesidades de capital adicional de cada banco (a través de pruebas de estrés a realizarse por la Unión Europea); ii) elaboración de planes de recapitalización, reestructuración o resolución de bancos afectados; y, iii) conformación de una compañía externa de gestión de activos (AMC). Cabe señalar que aún persisten las preocupaciones en relación a la solvencia del sistema financiero español y se debate la necesidad de un rescate al país ibérico.

A fines de setiembre de 2012, se hicieron públicos los resultados de las pruebas de estrés efectuadas por la consultora Oliver Wyman¹⁰⁷, en coordinación con autoridades de la Unión Europea y el gobierno de España. En esta publicación se reveló que, entre 2012 y 2014, las pérdidas acumuladas de la banca española ascenderían a € 270 mil millones en el peor de los escenarios (€ 183 mil millones en el escenario base); por lo que el requerimiento de capital estimado para el sistema, en dicho período, sería de € 59,3 mil millones. Es importante resaltar que sólo la mitad de las entidades financieras evaluadas superaron las pruebas de estrés¹⁰⁸.

En lo referente a las entidades financieras españolas con presencia en el Perú a través de sus subsidiarias, tanto Moody's¹⁰⁹ como JP Morgan¹¹⁰ posicionan a estas entidades como las más solventes del sistema financiero español y también como las que están en mejor posición para sobrellevar un eventual escenario de estrés, pues cuentan con los mayores niveles de capital básico, los menores niveles de cartera pesada y los más altos indicadores de rentabilidad. Asimismo, la exposición que tienen las subsidiarias de bancos españoles que operan en el Perú al fondeo proveniente de sus respectivas matrices es baja.

De acuerdo con el Banco de España¹¹¹, existen tres posibles mecanismos a través de los cuales los bancos europeos con presencia en América Latina podrían sobrellevar sus problemas de solvencia: i) ampliaciones directas de capital, ii) venta de activos, entre los cuales pueden estar líneas de negocio no fundamentales y/o con escasa participación en los mercados donde operan;

107 Los supuestos del escenario de estrés para el período 2012-2014 incluyen: contracción del PBI español de 6,5%; tasa de desempleo de 27,7%; y, reducciones de 25% y 60% en los precios de inmuebles y terrenos, respectivamente.

108 Estas entidades son Santander, BBVA, CaixaBank-Cívica, Kutxabank, Sabadell-CAM, Bankinter y Unicaja-Caja España/Duero.

109 “Key drivers for Spanish Bank Rating Actions”. Moody's, 2012.

110 “Europe Equity Research: Santander y BBVA”. JP Morgan, 2012.

111 Boletín Económico, Banco de España, Abril 2012.





y, iii) reducción del volumen de negocios, ya sea a través de menores colocaciones, de la no renovación de las líneas de crédito de corto plazo a su vencimiento o del requerimiento de la cancelación anticipada de las líneas de más largo plazo.

Si bien se han registrado anuncios de venta de subsidiarias de los bancos españoles en algunos países de la región, principalmente de aquellas filiales cuya participación de mercado era bastante reducida¹¹², un aspecto importante es que estas subsidiarias se transfirieron a grupos solventes que aminoraron la preocupación respecto a su futuro¹¹³, por lo que no se espera que las empresas transferidas reduzcan sus operaciones. En tal sentido, no se prevé que sus operaciones en Perú se vean perjudicadas ante escenarios de mayor estrés; más aún si se considera que, según las propias agencias clasificadoras, una de las principales fortalezas de estas entidades es la provisión estable de utilidades provenientes de sus subsidiarias en Latinoamérica, las cuales mayormente operan de manera independiente a la matriz.

Otra potencial fuente de riesgo para el sistema financiero peruano es que, ante un eventual escenario de estrés en España, se reduzca abruptamente el volumen de adeudados con el exterior, en particular los provenientes de entidades financieras españolas. Al respecto, se debe mencionar que sólo 2 de los 16 bancos que operan en el país estarían expuestos a este riesgo: en uno de ellos, la participación española bordea el 9% de sus adeudados con el exterior; mientras que en el otro, esta participación alcanza el 24%. Sin embargo, un factor que atenúa la exposición a este riesgo es que, en ambos bancos, prácticamente la totalidad de estas obligaciones con el exterior son de largo plazo (más de 1 año). Más aún, estos bancos locales cuentan con una amplia disponibilidad de líneas no utilizadas provenientes de otros países, lo que les permitiría afrontar un escenario de mayor estrés en el sistema financiero de España.

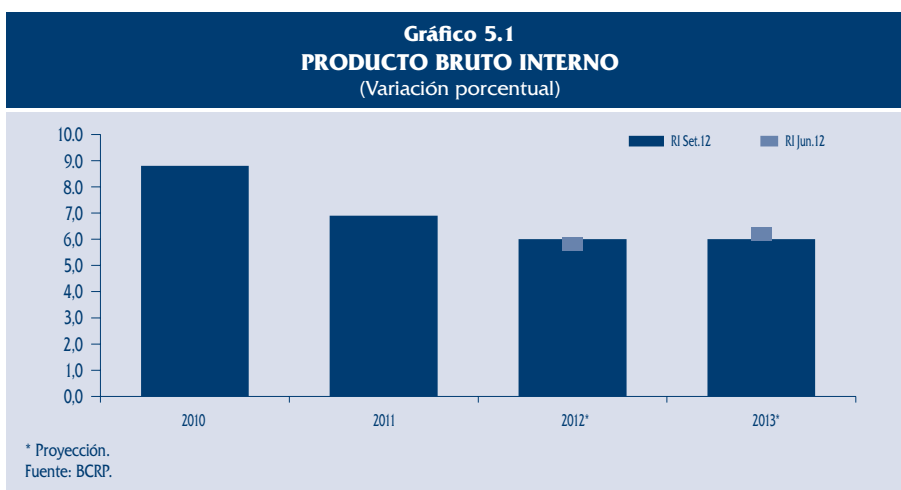
91. Se espera que la economía peruana continúe creciendo en 2012 y 2013, aunque a tasas menores que en 2011. Debido al crecimiento sostenido de la economía, el riesgo de crédito de la banca, medido por el ratio de la cartera morosa sobre el total de colocaciones, se mantendría en un rango estable con sesgo moderado a la baja.

En el Reporte de Inflación (RI) de Setiembre de 2012, el BCRP estimó una tasa de crecimiento de la economía para 2012 de 6% versus la tasa de 5,8% proyectada en el RI de Junio de 2012.

Las menores tasas de crecimiento esperadas, con respecto al resultado de 2011, desacelerarían el crecimiento de la demanda de créditos por parte de las empresas no financieras con el sistema financiero, tanto en préstamos directos (menores proyectos de inversión) como en créditos para operaciones de comercio exterior (menores exportaciones e importaciones).

112 En Colombia, una entidad financiera española vendió su subsidiaria, que tenía cerca de 3% del total de créditos en ese país; y, en Puerto Rico, otra entidad financiera española vendió su subsidiaria que ocupaba el séptimo lugar por participación de mercado, de un total de 8 entidades. Asimismo, un grupo financiero español anunció un acuerdo para la venta de sus unidades de negocio vinculadas a administración de fondos de pensiones en América Latina.

113 Informe Economía Latinoamericana, Primer Semestre 2012, Banco de España.



En el siguiente gráfico se presenta la proyección del ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas de la banca, para el periodo octubre 2012 – marzo 2013, en términos de su distribución de posibles resultados (*fan chart*)¹¹⁴. Considerando las proyecciones del PBI y del tipo de cambio¹¹⁵, el escenario más probable de proyección indica que el ratio de morosidad estaría alrededor de 2,7% en diciembre de 2012 y alrededor de 2,6% en marzo de 2013, siguiendo una trayectoria suave en lo que resta del año.



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

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





92. No obstante ello, un potencial agravamiento de la situación internacional podría conllevar una desaceleración de la actividad económica interna, lo que a su vez podría deteriorar los indicadores de riesgo de crédito y de rentabilidad de las entidades financieras.

En ese contexto, probablemente las entidades más afectadas serían las especializadas en el segmento minorista, en particular las entidades no bancarias. Estas entidades actualmente vienen registrando menores ingresos financieros por efecto de la reducción de las tasas interés activas en el segmento minorista, asociado a la intensa competencia en este segmento. Esta eventual reducción de los ingresos financieros tendría efectos importantes en la generación de recursos de estas entidades, que generalmente muestran poca flexibilidad en el ajuste de sus costos financieros y gastos operativos en comparación a los bancos más diversificados.

93. En épocas de estabilidad y dinamismo de la actividad económica en el mercado doméstico, el sistema financiero puede mostrar mayor propensión a otorgar créditos, en particular al segmento minorista. Por ello, se debe prestar especial atención a la evolución del crédito.

El ritmo de crecimiento del crédito se mantiene alto, principalmente en los créditos de consumo e hipotecario, así como en los de pequeñas y medianas empresas. En ese sentido, la dinámica de crecimiento de los créditos subraya la necesidad de un continuo monitoreo de su evolución a fin de evitar posibles episodios de auge o *boom* crediticio que, en escenarios de estrés, pudieran afectar la estabilidad financiera.

A partir de lo anterior, es necesario que las entidades financieras mantengan una política adecuada de asignación crediticia para que, ante una eventual reversión del ciclo económico, tanto los deudores como las instituciones financieras eviten el deterioro de su solvencia y de su cartera crediticia, respectivamente.

94. Una excesiva flexibilización de las condiciones crediticias en el segmento minorista podría generar un potencial sobreendeudamiento y derivar en ulteriores deterioros de cartera.

Al tercer trimestre de 2012, las entidades financieras presentan niveles moderadamente bajos del ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas en el segmento minorista. Sin embargo, es importante señalar que dicho indicador no recoge adecuadamente el riesgo de crédito de los prestatarios, ya que este ratio se ve reducido por el efecto de los castigos de cartera¹¹⁶ que las entidades financieras realizan periódicamente en este segmento.

¹¹⁶ El castigo de un crédito tiene un efecto inmediato sobre el ratio de morosidad (disminución), lo que conlleva una subestimación de dicho ratio. En la sección hogares, se señala que si se considera el efecto de los castigos de cartera efectuados entre setiembre de 2011 y setiembre de 2012, el ratio de morosidad ajustado (8,3%) más o menos duplicaría al ratio de morosidad observado (4,2%) en setiembre de 2012. Se debe señalar que el castigo es efectuado sobre créditos totalmente provisionados, por lo que la pérdida derivada de la baja probabilidad de recuperación del crédito es interiorizada por la entidad financiera.

En el caso de los créditos de consumo, se observó un deterioro de la cartera en el primer semestre de 2012, específicamente en los otorgados a través de tarjeta de crédito. Así, el ratio de morosidad de dicha modalidad de crédito pasó de 4,6% a 5,2% entre diciembre de 2011 y junio de 2012, aunque dicho indicador se estabilizó en el tercer trimestre (5,1% en setiembre de 2012). Este deterioro está asociado al agresivo crecimiento de las colocaciones con tarjeta de crédito, reflejado en elevadas tasas de crecimiento anual (últimos 12 meses) de estos créditos, que se mantienen por encima de 20% desde inicios de 2011. La flexibilización de las condiciones de otorgamiento de estos créditos explicaría el aumento de la cartera morosa.

Si bien el aumento de la deuda en el segmento minorista puede reflejar una mayor profundización financiera, es importante monitorear que ello no genere un potencial sobreendeudamiento, especialmente en los deudores de bajos ingresos y en los que presentan poco historial crediticio (entre ellos, los trabajadores independientes y los del sector informal), ya que son más vulnerables a cambios en el ciclo económico.

95. En el segmento de créditos de consumo, se debe monitorear la creciente participación de los créditos por convenio, ya que los deudores por dicha modalidad de préstamo pueden ser erróneamente percibidos por las entidades financieras como de menor riesgo de crédito.

En la estructura de créditos de consumo destaca la participación relativa de los préstamos por convenio (21% del total de créditos de consumo, a setiembre de 2012), cuya percepción de riesgo debe ser internalizada apropiadamente por las instituciones financieras para evitar potenciales problemas de sobreendeudamiento.

Las instituciones financieras podrían tender a considerar a los clientes de créditos por convenio como de menor riesgo de crédito debido a su característica de cobro directo en la planilla de remuneraciones. Esta percepción las alienta también a elevar el nivel de deuda de estas personas e, incluso, a ingresar a segmentos del mercado de crédito con mayor riesgo implícito, siempre que tales personas estén en planilla. En particular, un mayor nivel de endeudamiento en los segmentos de ingresos bajos puede afectar la estabilidad financiera, debido a que estas personas son más vulnerables ante choques adversos, especialmente los que afecten su nivel de ingreso.

En ese sentido, es relevante que las entidades financieras reevalúen si la forma de cobro de estos préstamos otorgados bajo convenio disminuye el riesgo de crédito, tanto en situaciones normales como de *stress*, cuando las características personales de estos clientes es de alto riesgo. Asimismo, esta forma de cobro de los créditos no les exime del incremento en el riesgo de crédito que se deriva de las





condiciones negativas del ciclo económico (caída del PBI, aumento del desempleo y racionalización en la política fiscal).

96. La evolución reciente de los créditos hipotecarios señala la necesidad de contar con medidas prudenciales a fin de evitar un posible episodio de auge (*boom*) crediticio.

Por ello, se debe mantener un continuo monitoreo del segmento hipotecario, a fin de evitar un excesivo crecimiento del crédito hipotecario. A la fecha, se viene observando en dicho segmento:

- La extensión de los plazos de los créditos (hasta 30 años); la disminución en el pago de la cuota inicial (hasta 10% del valor de la vivienda)¹¹⁷; y, en algunos casos, a las personas interesadas en adquirir vivienda que no pueden demostrar un empleo formal se les estaría requiriendo que cumplan con el pago de la cuota inicial en un plazo determinado (usualmente menor a 12 meses) para acceder al financiamiento de la vivienda. Ello, en un entorno de bajas tasas de interés, podría posibilitar la incorporación, como sujetos de crédito, de clientes que anteriormente no calificaban para obtener financiamiento hipotecario.
- El financiamiento de viviendas a tasas de interés con un componente variable. En los últimos años, muchos deudores hipotecarios accedieron a un esquema de tasa de interés mixta, en el que la persona paga inicialmente una tasa de interés fija (por un período entre 5 y 10 años) y, luego, una tasa de interés variable (usualmente, Limabor¹¹⁸ más un spread). Este riesgo es especialmente relevante en un escenario de incrementos en las tasas de interés, lo que podría afectar la capacidad de pago de esos deudores.
- La participación de empresas inmobiliarias no financieras en las etapas iniciales de evaluación crediticia e incluso en el otorgamiento de créditos a personas que buscan adquirir una vivienda, principalmente en los segmentos de bajos ingresos¹¹⁹. Sin un adecuado seguimiento, este tipo de actividades por parte de agentes no especializados en el negocio financiero puede conllevar un sobreendeudamiento de los individuos que eventualmente accedan a un crédito hipotecario, elevando el riesgo de crédito asumido por las entidades financieras.

117 Tal como se señaló en el anterior REF, el ratio préstamo sobre valor de inmueble o *Loan to value* (LTV) alcanza 90% para los bancos y 80% para las entidades no bancarias.

118 Esta tasa es calculada por ASBANC y equivale al promedio de las tasas de interés interbancarias a las que los cuatro principales bancos (Crédito, Continental, Scotiabank e Interbank) estarían dispuestos a tomar y prestar fondos.

119 En algunos casos, este financiamiento también puede servir como un “crédito puente” hasta que los deudores obtengan financiamiento bancario.

97. Un rápido crecimiento de los créditos hipotecarios también podría exacerbar la tendencia creciente que se viene observando en los precios de las viviendas.

La reciente crisis financiera internacional *subprime* evidenció que un rápido crecimiento en el crédito hipotecario a deudores *prime* y *subprime*, asociado con una flexibilización prolongada en las condiciones crediticias, al final implicó una apreciación considerable del precio de las viviendas.

Con base en lo anterior, es recomendable que en épocas de estabilidad las entidades financieras diseñen políticas crediticias más prudentes con la finalidad de reducir la exposición de los hogares ante la ocurrencia de escenarios de *stress*. Así, es prudente hacer más estrictas las condiciones crediticias, aminorando el ritmo de crecimiento de los créditos hipotecarios asociado al ciclo económico. En particular, se debería desalentar el otorgamiento de créditos hipotecarios para compras que no sean de primera vivienda, así como los créditos en moneda extranjera o los créditos con plazos residuales elevados. Con ello, se atenuaría el efecto del ciclo económico que estaría contribuyendo a mantener altas tasas de crecimiento de los créditos hipotecarios.

Por otra parte, es una oportunidad para continuar con el proceso de mejora de la regulación financiera en el país con el objetivo de que los créditos reflejen de manera más adecuada el nivel de riesgo de crédito asumido por las entidades financieras. Al respecto, el 11 de noviembre pasado la SBS publicó el nuevo reglamento para el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito en el que se efectúan ajustes a los factores de ponderación para la determinación de dicho requerimiento. Los mayores factores de ponderación establecidos, con respecto a la normativa anterior, harán que se exija mayor capital para los créditos que superen determinados indicadores prudenciales: por ejemplo, los créditos con ratios *loan-to-value* (LTV) mayores a 90% en moneda nacional; los que se otorguen a plazos mayores a 240 meses; y los otorgados en moneda extranjera, entre otros.

Si bien estas propuestas específicas son importantes, es conveniente que, en general, los requerimientos de patrimonio efectivo sean más exigentes en las épocas de auge económico. Por ello, se debe evaluar la relevancia de, si el crédito hipotecario supera los indicadores prudenciales, aplicar las mayores ponderaciones al monto total del crédito y no sólo a la porción del crédito que exceda dichos indicadores prudenciales. De esta forma, se restringiría el acceso al crédito a aquellos individuos que no puedan pagar una cuota mínima prudencial del valor de la vivienda; se evitaría el crecimiento excesivo de la demanda; y se fortalecería la posición financiera de las entidades ante los ciclos económicos.

98. El actual contexto de alta liquidez internacional y de tasas de interés internacionales excepcionalmente bajas podría exacerbar el crecimiento de los créditos en moneda extranjera. Ello incrementaría la exposición del sistema





financiero al riesgo cambiario crediticio, que eventualmente podría activarse ante bruscas depreciaciones del tipo de cambio, asociadas a un potencial deterioro de la situación internacional.

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 (49,8% a setiembre de 2012)¹²⁰. Por su parte, se ha observado una preferencia creciente de las empresas corporativas no financieras por el financiamiento directo en moneda extranjera, a través de emisiones de valores en los mercados de capitales doméstico e internacional. En el caso de los hogares, también se ha observado un rápido crecimiento de los créditos hipotecarios y vehiculares en dólares.

Ello se debe a que, en un contexto de expectativas de apreciación del Nuevo Sol, los individuos perciben un menor costo financiero por endeudarse en dólares en vez de nuevos soles, pues su cuota representaría un menor valor, en términos de nuevos soles, e incluso porque se les podría cobrar una menor tasa de interés como resultado de que las tasas pasivas en moneda extranjera son menores que las de moneda nacional. Esta situación que afecta el costo del crédito en dólares desde fines de 2009, se explica por las expectativas a la baja del tipo de cambio.

Sin embargo, esta tendencia del tipo de cambio se puede revertir. Eventuales depreciaciones abruptas de la moneda doméstica podrían tener un mayor impacto en la capacidad de pago de los hogares (en particular, en aquellos que generan sus ingresos en moneda doméstica y tienen pasivos denominados en moneda extranjera) que en las empresas no financieras (principalmente, en las de mayor tamaño, las cuales tienen mayor conocimiento y capacidad para realizar coberturas cambiarias).

Por ello, es recomendable que las familias mantengan sus deudas en la misma moneda en que perciben sus ingresos, para evitar exponerse al riesgo cambiario. En ese sentido, se debe hacer un constante seguimiento de la dolarización de los créditos vehiculares y de los hipotecarios. En estos últimos, la exposición al riesgo cambiario de los hogares es más relevante, ya que una depreciación de la moneda nacional incrementaría su carga financiera durante un largo periodo (debido al plazo de estos créditos, que puede llegar hasta 30 años).

Asimismo, las entidades financieras tienen la responsabilidad primigenia de incorporar este riesgo en sus modelos internos de asignación crediticia a fin de que el costo del crédito en dólares refleje de mejor manera el riesgo específico de los prestatarios, especialmente en el actual contexto de bajas tasas de interés pasivas en moneda extranjera. De otra manera, se estarían generando los incentivos para

¹²⁰En el caso de las entidades no bancarias, la dolarización de sus colocaciones es 9,3%.

que los individuos prefieran endeudarse en dólares y, con ello, exponer a sus acreedores al riesgo cambiario crediticio.

Por otra parte, las medidas prudenciales pueden ayudar a disminuir la preferencia por el endeudamiento en dólares. Al respecto, las recientes modificaciones a las disposiciones de encaje atenúan el ritmo de crecimiento de los créditos en dólares. Asimismo, la SBS ha publicado proyectos de Resoluciones para exigir mayores requerimientos de capital (patrimonio efectivo) y de provisiones para las entidades financieras que otorgan créditos en dólares.

99. Uno de los retos para el desarrollo del mercado de capitales, por el lado de la oferta, es la limitada relación de activos financieros disponibles para invertir, producto del número reducido de nuevas empresas emisoras.

Esta situación genera una escasez de alternativas de inversión que dificulta la administración eficiente de los portafolios de inversión administrados por los inversionistas institucionales. En particular, las carteras administradas enfrentan un problema de diversificación en el mercado doméstico al no existir suficientes activos financieros que les permita una combinación de riesgo y retorno adecuada. Si bien una alternativa de inversión para las AFP es el financiamiento de proyectos de infraestructuras públicas, la inversión de las AFP en estos instrumentos está limitada por los extensos plazos en la estructuración de los proyectos y en la entrega de las concesiones.

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, evitando así el riesgo de reinversión. La concentración de los activos financieros en pocos inversionistas limita la liquidez de dichos instrumentos y su negociación en el mercado secundario.

100. Como consecuencia de lo anterior, se presenten dos riesgos por el lado de la demanda: (i) la potencial concentración de cartera de los inversionistas institucionales; y, (ii) la posibilidad que ocurra un incremento de los precios de colocación, por encima de sus fundamentos, de los valores emergentes que emitan las empresas.

La concentración de la cartera de inversión de los inversionistas institucionales (principalmente, AFP y fondos mutuos) haría más probable que se generen episodios de burbujas en el precio de los valores más representativos, debido a la tendencia creciente en sus fondos disponibles para invertir. En ese sentido, una medida que permite aliviar estos riesgos potenciales sería la flexibilización de la normativa relacionada a las inversiones de las AFP y a la agilización del proceso de autorización y registro de instrumentos financieros disponibles para inversión.





Cabe indicar que 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. El requerimiento de autorización previa para cada instrumento financiero en el que las AFP puedan invertir afecta la administración eficiente del portafolio de los fondos de pensiones, debido a que se producen demoras en el proceso de autorización y registro.

Una medida complementaria consiste en impulsar el desarrollo del mercado de capitales peruano, fomentando la participación y facilitando las emisiones de valores de las grandes empresas y de las empresas corporativas que no acceden a financiamiento del exterior. En ese sentido, es necesario implementar un conjunto de medidas que permitan equilibrar la oferta y demanda de valores para este segmento del mercado. Por ello, es positiva la reciente creación del Mercado Alternativo de Valores (MAV) debido a que la simplificación del proceso de emisión, los menores costos exigidos y los menores requisitos de información financiera permitiría que un mayor número de empresas se interesen en ingresar al mercado de capitales.

Si bien en los últimos meses han existido iniciativas para fomentar el desarrollo del mercado de capitales, tales como el procedimiento de inscripción automática de instrumentos de corto plazo y la presentación de los estados financieros auditados a la Central de Balances, aún es necesario que los organismos reguladores continúen simplificando el procedimiento de emisión en la modalidad de oferta pública.

La falta de información sobre el funcionamiento del mercado de capitales impide que muchas empresas puedan aprovechar oportunidades de financiamiento alternativas a las ofrecidas por el sistema financiero. En particular, esto estaría sucediendo con empresas familiares de primera o segunda generación que, frente al aparente costo de revelar al mercado información financiera y hechos de importancia, no evalúan el conjunto de beneficios¹²¹ que proporcionaría a la empresa ingresar al mercado de capitales.

Ante ello, se debe promover y difundir los beneficios de financiarse a través del mercado de capitales, incluyendo al recientemente creado Mercado Alternativo de Valores; y, educar y capacitar a los potenciales emisores. Asimismo, es importante evaluar en qué medida la regulación actual desincentiva que las AFP adquieran instrumentos con mayores niveles de riesgo. Ello puede desmotivar a las AFP a adquirir en el futuro eventuales emisiones de las grandes empresas y de las empresas corporativas que no acceden a financiamiento del exterior, cuyos instrumentos sean clasificados en un nivel inferior a AA-.

¹²¹ Reducir el costo de capital, acceder a financiamiento de largo plazo, diversificar las fuentes de fondeo, conseguir estructuras de financiamiento acorde con los plazos de maduración y el flujo de caja previsto de sus proyectos, e incrementar el poder de negociación frente a otros proveedores de financiamiento, en particular el sistema bancario.

CAMBIOS NORMATIVOS

Entre junio y octubre de 2012, se publicaron diversas normas y proyectos de norma relacionados a la creación del Mercado Alternativo de Valores (MAV), la Reforma del Sistema Privado de Pensiones (SPP) y medidas prudenciales para la estabilidad financiera.

El Mercado Alternativo de Valores

El Reglamento del Mercado Alternativo de Valores (publicado el 29 de junio de 2012), fue elaborado inicialmente por la BVL y, posteriormente, revisado y evaluado por la SMV. El Mercado Alternativo de Valores (MAV) tiene como objetivo facilitar el acceso al mercado de valores a una mayor cantidad de empresas y facilitar la negociación secundaria de los valores mobiliarios de las empresas que participan en el MAV.

Reforma del Sistema Previsional Privado

La Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones, Ley N° 29903 (publicada el 19 de julio de 2012) establece modificaciones a un conjunto de artículos del Texto Único Ordenado (TUO) del Sistema Privado de Pensiones, las cuales están orientadas a mejorar la eficiencia y la cobertura del Sistema Privado de Pensiones (SPP).

Entre las principales medidas orientadas a mejorar la eficiencia del SPP destacan: (i) la adecuación a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC); (ii) los procesos de licitación de nuevos afiliados y licitación de seguros previsionales; (iii) modificaciones relacionadas a las inversiones de las AFP; (iv) disposiciones relacionadas al buen gobierno corporativo de las AFP; (v) mecanismos para la centralización operativa.

Por otro lado, las principales medidas orientadas a incrementar la cobertura del SPP incluyen: (i) la educación previsional; (ii) mejoras y precisiones en la afiliación de trabajadores independientes; y (iii) la afiliación obligatoria al Sistema de Pensiones Sociales (SPS) de los trabajadores y conductores de microempresas que sean menores de 40 años y que no se encuentren afiliados a otros sistema.

Sistemas de Pagos

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), mediante Resolución SMV N° 027-2012-SMV/01 publicada en el diario El Peruano el 29 de junio de 2012, promulgó el Reglamento de los Sistemas de Liquidación de Valores. Este Reglamento desarrolla las funciones de supervisión de los sistemas de liquidación de valores que





la Ley N° 29440 atribuye a la institución y constituye un instrumento equivalente al Reglamento General de los Sistemas de Pagos, publicado por el BCRP en mayo de 2010.

Medidas Prudenciales para la Estabilidad Financiera

Al respecto, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) ha publicado una resolución y dos proyectos que buscan establecer medidas prudenciales para contribuir a la estabilidad financiera.

i. Adecuación del Requerimiento de Patrimonio Efectivo por Riesgo de Crédito

Esta Resolución (publicada en el diario oficial “El Peruano”, el 11 de noviembre de 2012), establece las siguientes medidas: (i) ajustar los factores de ponderación de riesgo de crédito¹²² correspondientes a los créditos de consumo (revolventes y no revolventes) y créditos hipotecarios para vivienda considerando las condiciones crediticias bajo las cuales se otorgan (plazo, moneda, tasa de interés, entre otras); e (ii) incrementar los factores asociados a la exposición por Riesgo Cambiario Crediticio.

Los ajustes a los factores de ponderación tienen como objetivo que los créditos otorgados reflejen de manera más adecuada el nivel de riesgo de los créditos de consumo (revolventes y no revolventes) y de los créditos hipotecarios para vivienda. En el caso de los créditos hipotecarios, los mayores factores de ponderación harán que se exija mayor capital para créditos otorgados con mayores ratios *loan-to-value*.

ii. Modificación a los Reglamentos de Evaluación y Clasificación del Deudor y Exigencia de Provisiones y de Riesgo de Sobreendeudamiento

Este Proyecto de Resolución (publicado en el portal de la SBS el 13 de julio de 2012), propone lo siguiente:

- Establecer una tasa de provisión adicional por exposición al Riesgo Cambiario Crediticio (RCC)¹²³. El Proyecto propone la modificación del esquema de provisiones por exposición al RCC, con tasas diferenciadas de acuerdo al tipo

122 Los factores de ponderación de riesgo son números que permiten reflejar el nivel de riesgo de crédito del activo o de la operación a ser ponderada. Estos factores se utilizan para determinar el peso del activo u operación, en términos de riesgo de crédito, dentro del cálculo del patrimonio efectivo que requiere una institución supervisada.

123 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.

de crédito y a todos los créditos que presenten exposición a dicho riesgo. Este esquema reemplazaría al actual, que solamente considera este tipo de provisiones como una “penalidad”.

- Un conjunto de medidas prudenciales en materia de sobreendeudamiento, lo que incluye la introducción del concepto de “sobreendeudamiento potencial” (SEP). Sin embargo, aún no se han establecido umbrales específicos para su implementación.
- La modificación al tratamiento de la clasificación crediticia de los deudores con créditos refinanciados. En particular, para que la entidad financiera pueda mejorar la clasificación del deudor y, por lo tanto, pueda liberar provisiones, se propone exigir que el deudor también haya amortizado por lo menos el 20% de la deuda.

iii. Modificación de los límites a la Posición Global y a la Posición Neta en Derivados en Moneda Extranjera

Este Proyecto de Resolución (publicado el 22 de octubre de 2012) tiene como objetivo acotar las pérdidas máximas en que podría incurrir una empresa del sistema financiero, en caso el tipo de cambio evolucione en dirección contraria a la posición asumida, y reducir la especulación cambiaria por parte de agentes que especulan por un movimiento determinado del tipo de cambio. Para ello, el Proyecto propone reducir:

- El límite máximo para la posición global de sobreventa de las empresas de operaciones múltiples, de 15% a 10% (del patrimonio efectivo).
- El límite máximo para la posición global de sobrecompra de las empresas de operaciones múltiples, de 60% a 50% (del patrimonio efectivo).
- El valor absoluto de la posición neta en productos derivados en moneda extranjera, de 30% a 20% (del patrimonio efectivo) o de S/. 350 millones a S/. 300 millones, el que resulte mayor.





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.

