

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2013

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

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2013

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2013

CONTENIDO

| | <i>Pág.</i> |
|--|-------------|
| PREFACIO | 5 |
| RESUMEN | 6 |
| I. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA INDIRECTA | 8 |
| I.1 Sistema Financiero | 8 |
| I.2 Indicadores de Solidez del Sistema Financiero | 10 |
| I.3 Depósitos en el Sistema Financiero | 16 |
| I.4 Colocaciones del Sistema Financiero | 19 |
| I.5 Financiamiento a las Empresas | 22 |
| I.6 Financiamiento a los Hogares | 31 |
| II. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DIRECTA | 53 |
| II.1 Oferta Primaria | 53 |
| II.2 Demanda de Valores | 62 |
| II.3 Mercados Secundarios | 66 |
| II.4 Políticas para el Desarrollo del Mercado de Capitales | 69 |
| III. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO | 79 |
| IV. SISTEMAS DE PAGOS | 93 |
| V. BALANCE DE RIESGOS | 105 |
| CAMBIOS NORMATIVOS | 113 |
| GLOSARIO | 116 |

ÍNDICE DE RECUADROS

| | |
|--|-----|
| Recuadro 1: La Exposición Cambiaria de los Hogares | 38 |
| Recuadro 2: Prácticas Internacionales en el Proceso de Resolución Bancaria | 45 |
| Recuadro 3: Lecciones de la Crisis Financiera Española | 51 |
| Recuadro 4: Costo Efectivo de una Emisión en Dólares (con y sin Cobertura Cambiaria) | 59 |
| Recuadro 5: Seguimiento de la Reforma del Sistema Privado de Pensiones | 75 |
| Recuadro 6: Comportamiento de las Tenencias de Deuda Pública Local de no Residentes en el 2013 | 83 |
| Recuadro 7: Encuesta del BIS sobre Actividad en el Mercado Cambiario <i>Over the Counter</i> | 89 |
| Recuadro 8: <i>Payment Systems Regulator</i> : la nueva entidad reguladora de los Sistemas de Pagos Minoristas en el Reino Unido | 96 |
| Recuadro 9: Lecciones del <i>Global Financial Development Report</i> en Inclusión Financiera | 102 |

Prefacio

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

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

Este documento se concluyó el 7 de noviembre de 2013 con información financiera al cierre de setiembre del mismo año. El siguiente número se difundirá en mayo de 2014 con cifras a marzo del mismo año.





Resumen

- i. **La economía mundial viene mostrando signos importantes de recuperación, aunque subsisten elementos que generan incertidumbre en los mercados financieros globales.** Los principales factores de incertidumbre están asociados a una mayor desaceleración de la economía china, a los problemas fiscales en los Estados Unidos, a la oportunidad en que la FED inicie el retiro del estímulo monetario, a la volatilidad de los flujos de capitales y a una mayor caída de los precios de los metales. En este escenario, se podría desacelerar la actividad económica interna, lo que impactaría negativamente en el ingreso de las familias y de las empresas y, por ende, en los indicadores de calidad de cartera de las entidades financieras.
- ii. **Los créditos del sistema financiero otorgados a las empresas se desaceleraron respecto al año anterior.** Las medidas de saneamiento de cartera emprendidas por algunas entidades (sobre todo en los segmentos de pequeñas y medianas empresas) han incidido en el proceso de desaceleración en el otorgamiento de créditos en lo que va del año 2013.
- iii. **En el segmento de hogares, la implementación de medidas correctivas por las entidades financieras en su política de créditos y las medidas prudenciales tomadas por las autoridades a inicios de año devinieron en una menor tasa de crecimiento anual de los créditos de consumo e hipotecario.** Cabe indicar que persisten riesgos asociados al incremento en la morosidad de ciertas modalidades de créditos de consumo, en particular, en los vehiculares y los de libre disponibilidad.
- iv. **En los últimos doce meses, se aprecia una leve reducción de la rentabilidad del sistema financiero, especialmente en las entidades no bancarias especializadas en el segmento minorista (consumo y MYPE), cuya morosidad se ha incrementado y que operan a escala reducida.** Si bien estas entidades vienen tomando medidas correctivas, es conveniente que realicen esfuerzos adicionales para reforzar su nivel patrimonial mediante aportes de capital, ya sea por sus actuales accionistas o por la incorporación de nuevos accionistas.
- v. **La dolarización de los depósitos y de los créditos es aún elevada.** En el primer caso, la dolarización persiste, pese a los bajos rendimientos que ofrecen los depósitos en dólares respecto a los de nuevos soles y al elevado costo de transacción asociado al cambio de una moneda por otra. En el caso de los créditos, los hogares y las empresas que operan en el mercado doméstico se encuentran expuestos a un riesgo cambiario, ya que sus ingresos son en nuevos soles, mientras que gran parte de sus obligaciones (en el caso de los hogares, por créditos hipotecarios y vehiculares) son en dólares.

- vi. **En el primer semestre de 2013, las empresas corporativas reportaron indicadores con resultados mixtos.** El mayor crecimiento de las ventas se observa en el sector industrial, acompañado de indicadores de rentabilidad y solvencia adecuados. El sector minería metálica aún registra decrecimiento en sus ventas debido a la reducción de los precios de los metales, lo que junto a los mayores costos de producción viene reduciendo su rentabilidad. El sector de servicios públicos se mantiene estable, tanto en ventas como en rentabilidad.

Algunas empresas registraron elevadas pérdidas cambiarias como consecuencia de la depreciación del Nuevo Sol. Las empresas deben evaluar la conveniencia de cubrir su exposición cambiaria, para que de esa manera se puedan concentrar en su actividad principal.

- vii. **Con respecto al mercado de dinero, se observa que la liquidez en moneda nacional se redujo mientras que en moneda extranjera se incrementó.** Ello ha ocurrido en un contexto de mayor demanda por moneda extranjera por parte de las empresas no financieras.

- viii. **La Ley de Promoción del Mercado de Valores otorgó a la Superintendencia del Mercado de Valores facultades para implementar regímenes excepcionales y especiales con la finalidad de flexibilizar las condiciones en los mercados de valores.** Dentro de estas facultades, este organismo regulador ha emitido disposiciones para promover emisiones dirigidas a inversionistas institucionales, así como para ampliar el alcance del Mercado Alternativo de Valores.

- ix. **El menor ritmo de incorporación de nuevos afiliados al Sistema Privado de Pensiones podría hacer menos atractivas las futuras licitaciones de afiliados y afectar la cobertura previsional, en la medida que los afiliados al Sistema Nacional de Pensiones no realicen los aportes requeridos.**

En el corto plazo, existe el riesgo que se reste efectividad y atractivo al proceso de licitación de afiliados como mecanismo dinamizador de la competencia. En el largo plazo, se puede afectar la cobertura previsional dado que si un número importante de nuevos trabajadores optara por aportar al Sistema Nacional de Pensiones, parte de ellos podrían no llegar a cumplir con el período mínimo de aportes (20 años) para acceder a una pensión. La solución a estos problemas requiere de un mayor esfuerzo de difusión y de transparencia en la información por parte de todos los participantes del sistema previsional hacia los potenciales afiliados.

- x. **Se registró un mayor dinamismo del valor y volumen de las transferencias en los Sistemas de Pagos reflejando una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte del público.** Sin embargo, es necesario evaluar las condiciones de competencia y el nivel y estructura de comisiones que se cobran en los Sistemas de Pagos para incentivar el desarrollo de los pagos electrónicos.





I. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA INDIRECTA

I.1 Sistema Financiero¹

1. **El total de activos del sistema financiero sumó S/. 309 mil millones.** La banca mantiene su hegemonía, al sumar S/. 253 mil millones en activos, con una participación de 84,5% y 85,8% en los créditos y en los depósitos del sistema financiero, respectivamente. En el último semestre, la CRAC Nuestra Gente se fusionó con la Financiera Confianza (en mayo de 2013), por lo que el número de entidades, a setiembre de 2013, fue de 60.
2. **En los últimos 12 meses, el grado de concentración² del crédito entre las entidades financieras aumentó, mientras que para el caso de los depósitos disminuyó.** El índice Herfindahl – Hirschman en los créditos no minoristas (corporativos, grandes empresas, medianas empresas) y en los hipotecarios, así como en los depósitos a la vista y ahorro, se mantienen en el rango considerado como “moderadamente concentrado” (entre 1 500 y 2 500).

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

| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Set.13 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Colocaciones | 1 458 | 1 447 | 1 462 | 1 478 | 1 489 |
| Empresas | 1 557 | 1 538 | 1 558 | 1 593 | 1 613 |
| - Corporativos | 2 064 | 1 954 | 2 079 | 2 186 | 2 313 |
| - Grandes | 2 453 | 2 498 | 2 412 | 2 271 | 2 279 |
| - Medianas | 2 146 | 2 141 | 2 124 | 2 111 | 2 049 |
| - Pequeñas | 992 | 998 | 993 | 1 012 | 1 009 |
| - Microempresa | 588 | 597 | 605 | 629 | 621 |
| Hogares | 1 319 | 1 321 | 1 326 | 1 340 | 1 331 |
| - Consumo | 917 | 911 | 904 | 912 | 912 |
| - Hipotecario | 2 303 | 2 301 | 2 283 | 2 273 | 2 245 |
| Depósitos | 1 535 | 1 567 | 1 610 | 1 534 | 1 519 |
| Vista | 2 177 | 2 185 | 2 215 | 2 084 | 2 047 |
| Ahorro | 1 887 | 1 854 | 1 905 | 1 859 | 1 861 |
| Plazo | 1 148 | 1 192 | 1 249 | 1 199 | 1 174 |

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

- 1 Comprende Bancos, Financieras, Cajas Municipales (CM), Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC), Edpymes y el Banco de la Nación. Las entidades no bancarias comprenden Financieras, CM, CRAC y Edpymes. No se incluye en el análisis a las empresas de arrendamiento financiero; las empresas afianzadoras y de garantías; las empresas de servicios fiduciarios; las empresas administradoras hipotecarias; los almacenes generales de depósito; las empresas de transferencias de fondos; las cooperativas; y, las entidades estatales como COFIDE, Agrobanco y el Fondo Mivivienda.
- 2 La concentración en un mercado hace referencia a la acumulación de la participación de las empresas en el total de producción en dicho mercado.

En cambio, los depósitos a plazo, los créditos MYPE y de consumo tienen el menor grado de concentración gracias a la actividad de las entidades no bancarias en estos segmentos.

| Cuadro 1.2 | | | | | |
|---|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------------|
| ACTIVOS FINANCIEROS Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO | | | | | |
| (A setiembre de 2013. Millones de S/.) | | | | | |
| | Activos | Participación (%) | | | Número de entidades |
| | | Activos | Créditos | Depósitos | |
| Total | 308 994 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 60 |
| 1. Banca | 253 014 | 81,88 | 84,47 | 85,84 | 16 |
| Crédito | 88 659 | 28,69 | 28,62 | 29,53 | |
| Continental | 54 662 | 17,69 | 19,48 | 18,38 | |
| Scotiabank | 39 659 | 12,83 | 12,64 | 13,42 | |
| Interbank | 28 414 | 9,20 | 9,72 | 9,69 | |
| BanBif | 7 354 | 2,38 | 2,81 | 2,61 | |
| Citibank | 6 410 | 2,07 | 1,36 | 2,72 | |
| Mibanco | 5 820 | 1,88 | 2,43 | 2,05 | |
| Financiero | 6 387 | 2,07 | 2,43 | 1,98 | |
| HSBC | 4 103 | 1,33 | 1,37 | 1,79 | |
| Santander Perú | 3 382 | 1,09 | 0,87 | 1,08 | |
| Falabella | 2 973 | 0,96 | 1,23 | 0,77 | |
| Comercio | 1 647 | 0,53 | 0,60 | 0,68 | |
| Deutsche Bank | 833 | 0,27 | 0,00 | 0,26 | |
| Ripley | 1 296 | 0,42 | 0,49 | 0,38 | |
| Azteca | 1 092 | 0,35 | 0,29 | 0,47 | |
| Cencosud | 322 | 0,10 | 0,12 | 0,01 | |
| 2. No Banca | 31 092 | 10,06 | 12,43 | 9,62 | 43 |
| - Financieras | 11 549 | 3,74 | 4,72 | 2,40 | 11 |
| Crediscotia | 3 536 | 1,14 | 1,53 | 0,94 | |
| Edyficar | 3 317 | 1,07 | 1,26 | 0,66 | |
| Compartamos | 851 | 0,28 | 0,40 | 0,08 | |
| Confianza | 1 637 | 0,53 | 0,68 | 0,42 | |
| América | 22 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | |
| Universal | 384 | 0,12 | 0,12 | 0,15 | |
| Mitsui | 557 | 0,18 | 0,22 | 0,00 | |
| TFC | 315 | 0,10 | 0,12 | 0,08 | |
| Proempresa | 299 | 0,10 | 0,13 | 0,02 | |
| Efectiva | 331 | 0,11 | 0,15 | 0,05 | |
| UNO | 300 | 0,10 | 0,11 | 0,00 | |
| - Cajas Municipales | 15 960 | 5,17 | 6,30 | 6,34 | 13 |
| Arequipa | 3 347 | 1,08 | 1,44 | 1,36 | |
| Piura | 2 504 | 0,81 | 0,95 | 1,06 | |
| Trujillo | 1 861 | 0,60 | 0,66 | 0,73 | |
| Sullana | 1 616 | 0,52 | 0,65 | 0,64 | |
| Cusco | 1 434 | 0,46 | 0,62 | 0,56 | |
| Huancayo | 1 515 | 0,49 | 0,62 | 0,56 | |
| Lima | 954 | 0,31 | 0,30 | 0,35 | |
| Ica | 922 | 0,30 | 0,34 | 0,38 | |
| Tacna | 807 | 0,26 | 0,35 | 0,30 | |
| Mayna | 424 | 0,14 | 0,16 | 0,16 | |
| Paita | 282 | 0,09 | 0,11 | 0,12 | |
| Del Santa | 232 | 0,08 | 0,08 | 0,10 | |
| Pisco | 63 | 0,02 | 0,02 | 0,03 | |
| - Cajas Rurales | 2 290 | 0,74 | 0,83 | 0,87 | 9 |
| Señor de Luren | 1 087 | 0,35 | 0,39 | 0,42 | |
| Credinka | 472 | 0,15 | 0,20 | 0,17 | |
| Prymera | 211 | 0,07 | 0,06 | 0,09 | |
| Los Andes | 164 | 0,05 | 0,07 | 0,05 | |
| Chavín | 131 | 0,04 | 0,03 | 0,06 | |
| Cajamarca | 88 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | |
| Sipán | 53 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | |
| Libertadores de Ayacucho | 54 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | |
| Incasur | 29 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | |
| - Edpymes | 1 292 | 0,42 | 0,58 | -- | 10 |
| Raíz | 522 | 0,17 | 0,25 | -- | |
| Nueva Visión | 225 | 0,07 | 0,10 | -- | |
| Solidaridad | 101 | 0,03 | 0,04 | -- | |
| Micasita | 104 | 0,03 | 0,05 | -- | |
| Inversiones La Cruz | 86 | 0,03 | 0,04 | -- | |
| Alternativa | 95 | 0,03 | 0,04 | -- | |
| Acceso Crediticio | 92 | 0,03 | 0,04 | -- | |
| Marcimex | 28 | 0,01 | 0,01 | -- | |
| Credivisión | 31 | 0,01 | 0,01 | -- | |
| Credijet | 8 | 0,00 | 0,00 | -- | |
| 3. Banco de la Nación | 24 889 | 8,05 | 3,10 | 4,54 | 1 |

Fuente: Balances de comprobación.





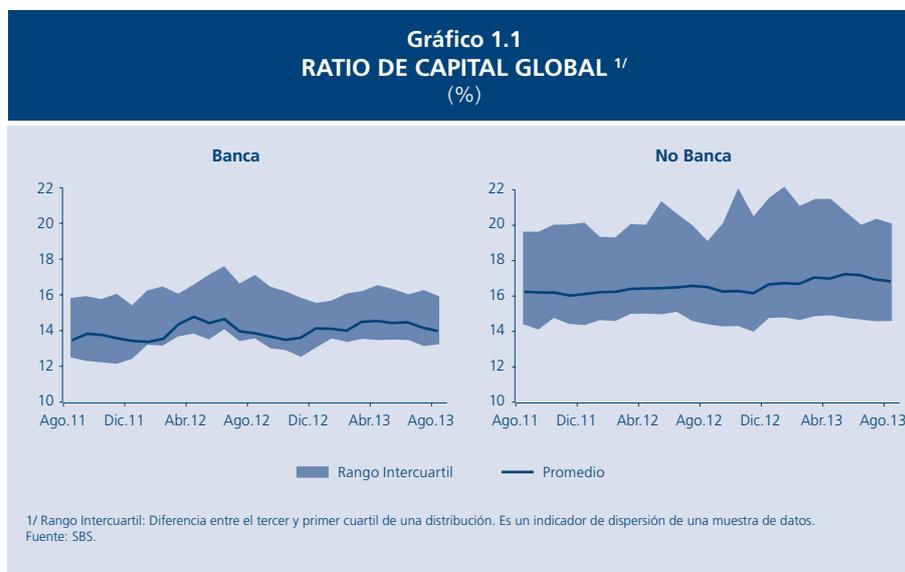
I.2 Indicadores de Solidez del Sistema Financiero

3. La evaluación de la solidez de las entidades financieras toma en cuenta un conjunto de indicadores para evaluar su suficiencia de capital, su calidad de activos, su eficiencia en la gestión, su rentabilidad y su liquidez.

Suficiencia de Capital

4. **El ratio de capital global³ 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. En el último semestre, la banca ha reducido ligeramente su indicador de suficiencia de capital (de 14,5% a 14%), por el crecimiento de sus colocaciones. En el caso de las entidades no bancarias, la reducción del indicador (de 17,1% a 16,8%) se debió, en algunos casos, a las mayores colocaciones y, en otros, a las pérdidas generadas.



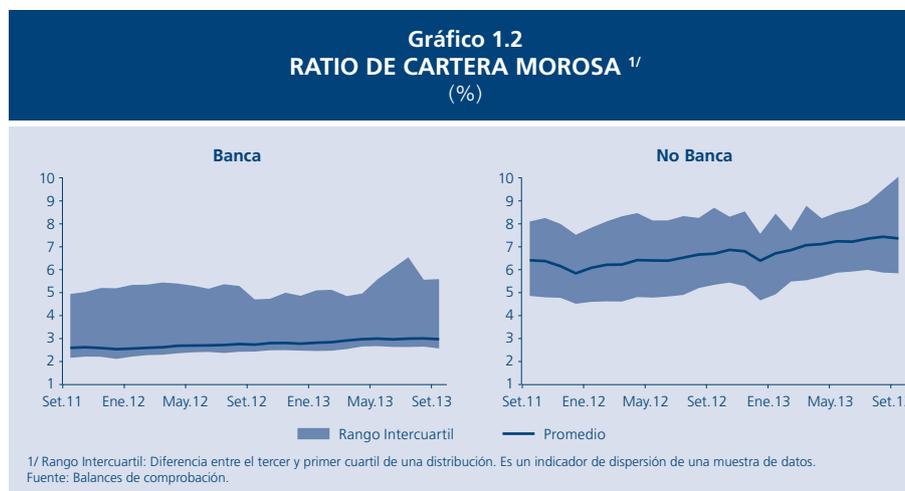
3 El Ratio de Capital Global considera el Patrimonio Efectivo (PE) como porcentaje de los activos y contingentes ponderados por riesgo totales: riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional. El artículo 199° de la Ley de Banca (Ley 26702) señala que el PE de las empresas debe ser mayor o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

| Cuadro 1.3 RATIO DE CAPITAL GLOBAL (%) | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Ago.13 |
| Total Sistema ^{1/} | 14,0 | 14,5 | 14,9 | 14,8 | 14,3 |
| Banca | 13,6 | 14,1 | 14,5 | 14,5 | 14,0 |
| No Bancaria | 16,2 | 16,7 | 17,1 | 17,2 | 16,8 |
| Financieras | 15,9 | 17,4 | 17,9 | 18,2 | 18,2 |
| Cajas Municipales | 16,1 | 15,8 | 16,0 | 16,0 | 15,4 |
| Cajas Rurales | 13,8 | 14,2 | 14,3 | 13,6 | 13,4 |
| Edpymes | 23,0 | 22,6 | 23,4 | 23,2 | 22,2 |
| Banco de la Nación | 20,3 | 19,2 | 18,7 | 17,7 | 16,7 |

1/ No incluye Banco de la Nación.
Fuente: SBS.

Calidad de Activos

5. **El ratio de cartera morosa⁴ como proporción de las colocaciones brutas del sistema financiero se mantuvo en el último semestre.** No obstante ello, continuó el deterioro en la calidad de cartera de los segmentos MYPE y medianas empresas, el cual afectó en mayor medida a las entidades no bancarias (su ratio de cartera morosa pasó de 7,2% a 7,5%). Cabe indicar que algunas entidades vienen ajustando su política de otorgamiento de créditos a fin de mejorar la calidad de su cartera.



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

4 La cartera morosa es el agregado de la cartera refinanciada, reestructurada, vencida y en cobranza judicial.





Cabe indicar que el ratio de morosidad registra niveles más altos en las entidades no bancarias que en los bancos, como reflejo del riesgo asociado a los segmentos en los que operan, principalmente MYPE y de consumo.

| Cuadro 1.4 RATIO DE CARTERA MOROSA (%) | | | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Set.13 |
| Total Sistema | 3,2 | 3,2 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Banca | 2,8 | 2,8 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| No Bancaria | 6,8 | 6,5 | 7,2 | 7,4 | 7,5 |
| Financieras | 5,2 | 5,8 | 6,4 | 6,7 | 6,4 |
| Cajas Municipales | 7,9 | 7,0 | 7,8 | 7,8 | 8,3 |
| Cajas Rurales | 7,3 | 7,1 | 7,5 | 8,9 | 8,7 |
| Edpymes | 6,3 | 5,7 | 6,3 | 6,6 | 6,4 |
| Banco de la Nación | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |

Fuente: Balances de comprobación.

6. **En el segmento MYPE y de consumo, el número de deudores en el sistema financiero que registran atrasos en el pago de sus obligaciones con el sistema financiero (deudores cuyos créditos son parte de la cartera morosa) se incrementó a 672 308 (12,5% del total) a setiembre de 2013.** Cabe indicar que el 18% de los clientes son compartidos con tres o más entidades financieras, cuya deuda alcanza el 39,8% del total.

| Cuadro 1.5 RATIO DE CARTERA MOROSA DE LAS MYPE (%) | | | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Set.13 |
| Total Sistema | 7,4 | 7,1 | 8,0 | 8,4 | 8,9 |
| Banca | 6,9 | 6,9 | 7,7 | 8,3 | 8,8 |
| No Bancaria | 7,9 | 7,4 | 8,3 | 8,6 | 9,0 |
| Financieras | 5,7 | 5,9 | 6,6 | 6,8 | 6,7 |
| Cajas Municipales | 9,3 | 8,3 | 9,5 | 9,6 | 10,4 |
| Cajas Rurales | 8,1 | 8,0 | 8,6 | 11,6 | 12,0 |
| Edpymes | 7,4 | 6,6 | 7,4 | 7,8 | 7,4 |

Fuente: Balances de comprobación.

| Cuadro 1.6 CARACTERÍSTICAS DE LOS DEUDORES DE CRÉDITOS MYPE Y CONSUMO EN EL SISTEMA FINANCIERO ^{1/} | | | | | | | | | | | | | |
|--|--------------------|-------------------|------------------------|----------------------------|--------------------|-------------------|------------------------|----------------------------|--------------------|-------------------|------------------------|----------------------------|--|
| Nº de entidades con las que registran deuda | Dic.11 | | | | Dic.12 | | | | Set.13 | | | | |
| | Número de deudores | Saldo (Mill. S/.) | Ratio de morosidad (%) | Número de deudores morosos | Número de deudores | Saldo (Mill. S/.) | Ratio de morosidad (%) | Número de deudores morosos | Número de deudores | Saldo (Mill. S/.) | Ratio de morosidad (%) | Número de deudores morosos | |
| 1 | 2 671 436 | 16 244 | 7,4 | 270 117 | 2 961 565 | 18 811 | 7,8 | 310 525 | 3 088 214 | 20 326 | 8,8 | 351 894 | |
| 2 | 1 108 233 | 14 774 | 4,9 | 129 561 | 1 256 824 | 17 382 | 5,3 | 155 424 | 1 326 652 | 18 782 | 6,2 | 172 449 | |
| 3 | 522 008 | 10 933 | 4,0 | 69 168 | 577 813 | 12 672 | 4,6 | 82 025 | 597 435 | 13 236 | 5,4 | 85 750 | |
| 4 | 227 071 | 6 666 | 3,8 | 33 999 | 244 366 | 7 574 | 4,7 | 39 751 | 247 327 | 7 531 | 5,5 | 39 597 | |
| 5 ó más | 122 261 | 5 133 | 4,3 | 21 374 | 124 445 | 5 481 | 5,2 | 23 653 | 122 822 | 5 069 | 6,0 | 22 618 | |
| Total | 4 651 009 | 53 749 | 5,3 | 524 219 | 5 165 013 | 61 919 | 5,8 | 611 378 | 5 382 450 | 64 944 | 6,8 | 672 308 | |

^{1/} No incluye Banco de la Nación.

Fuente: Reporte crediticio consolidado.

Eficiencia en la Gestión

7. **El ratio de gastos operativos sobre activos (gastos operativos anuales sobre activos promedio) durante el último semestre disminuyó ligeramente en la banca (de 3,9% a 3,8%) y aumentó en las no bancarias (de 10,1% a 10,3%).**



Las entidades no bancarias, al igual que los bancos especializados en el segmento minorista, presentan estructuralmente una menor eficiencia en la gestión que el promedio de la banca, debido al giro de su negocio (se orientan al segmento minorista) y, en algunos casos, a la reducida escala de sus operaciones.

Cuadro 1.7
RATIO DE GASTOS OPERATIVOS
(%)

| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Set.13 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Sistema | 4,7 | 4,6 | 4,5 | 4,5 | 4,4 |
| Banca | 4,0 | 4,0 | 3,9 | 3,9 | 3,8 |
| No Bancaria | 10,3 | 10,1 | 10,1 | 10,2 | 10,3 |
| Financieras | 11,8 | 11,4 | 11,3 | 11,8 | 12,2 |
| Cajas Municipales | 8,5 | 8,6 | 8,5 | 8,4 | 8,2 |
| Cajas Rurales | 10,4 | 9,4 | 10,0 | 8,6 | 8,3 |
| Edpymes | 18,1 | 19,2 | 20,1 | 20,5 | 20,9 |
| Banco de la Nación | 3,9 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,5 |

Fuente: Balances de comprobación.

Rentabilidad

8. **En los últimos seis meses, el indicador de rentabilidad ROE (utilidad neta anual sobre patrimonio promedio) se redujo tanto en la banca (de 21,8% a 21,5%) como en las entidades no bancarias (de 14,2% a 12,6%).**

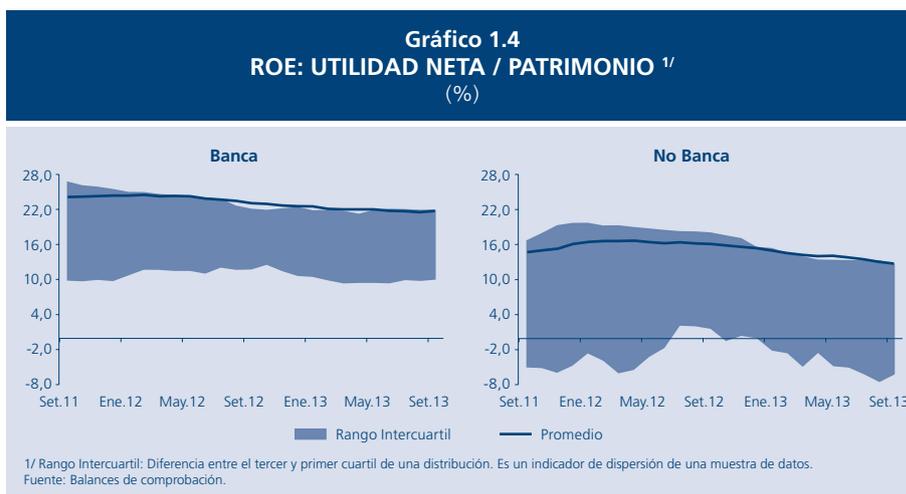




La menor rentabilidad del sistema financiero se explica por la disminución de la tasa de interés activa, en especial en los créditos MYPE. A ello se agrega la mayor participación de los activos líquidos (activos menos rentables) y de los depósitos a plazo, adeudados del exterior y valores en circulación (pasivos más onerosos). Además, algunas entidades no bancarias registraron incrementos en sus gastos en provisiones asociados al deterioro en la calidad de sus créditos.

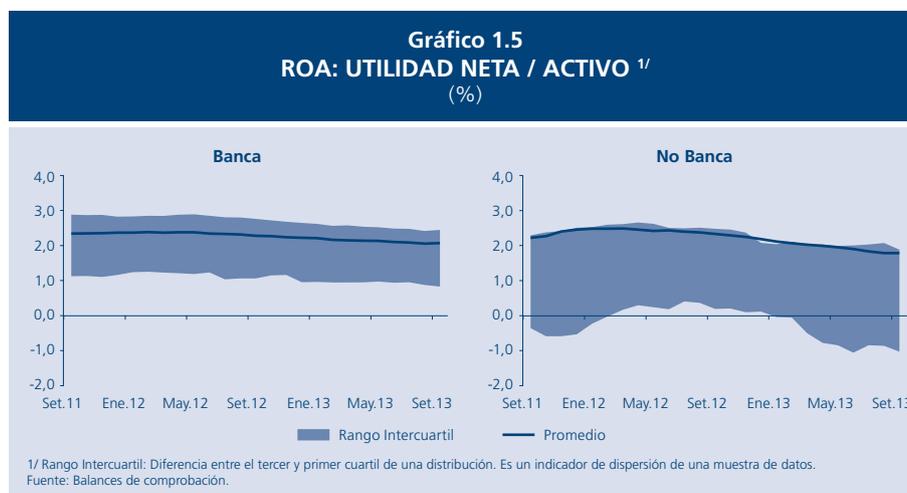
| Cuadro 1.8 RENTABILIDAD ROE: UTILIDAD NETA / PATRIMONIO (%) | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Set.13 |
| Total Sistema | 23,3 | 22,5 | 21,4 | 20,9 | 20,7 |
| Banca | 23,5 | 22,6 | 21,8 | 21,6 | 21,5 |
| No Bancaria | 16,2 | 15,4 | 14,2 | 13,7 | 12,6 |
| Financieras | 21,0 | 20,7 | 19,8 | 18,0 | 16,0 |
| Cajas Municipales | 16,8 | 15,6 | 13,3 | 12,7 | 12,1 |
| Cajas Rurales | 9,1 | 7,8 | 4,7 | 3,7 | 2,4 |
| Edpymes | 2,5 | 4,8 | 6,0 | 6,0 | 4,9 |
| Banco de la Nación | 36,9 | 35,8 | 31,3 | 30,2 | 30,4 |

Fuente: Balances de comprobación.



9. **El indicador de rentabilidad ROA (utilidad neta anual sobre activos promedio) de la banca y de las entidades no bancarias registró una evolución similar a la del ROE en los últimos seis meses.** El ROA de la banca pasó de 2,14% a 2,05%, y el de las entidades no bancarias, de 2,02% a 1,77%. Algunas entidades no bancarias especializadas en el segmento minorista y que operan a escala reducida registraron deterioros en su indicador, en lo que va del año 2013. No obstante ello, estas entidades vienen tomando medidas correctivas, entre ellas, cambios

gerenciales, saneamiento de cartera, ajustes en su política crediticia y aportes de capital.



Liquidez

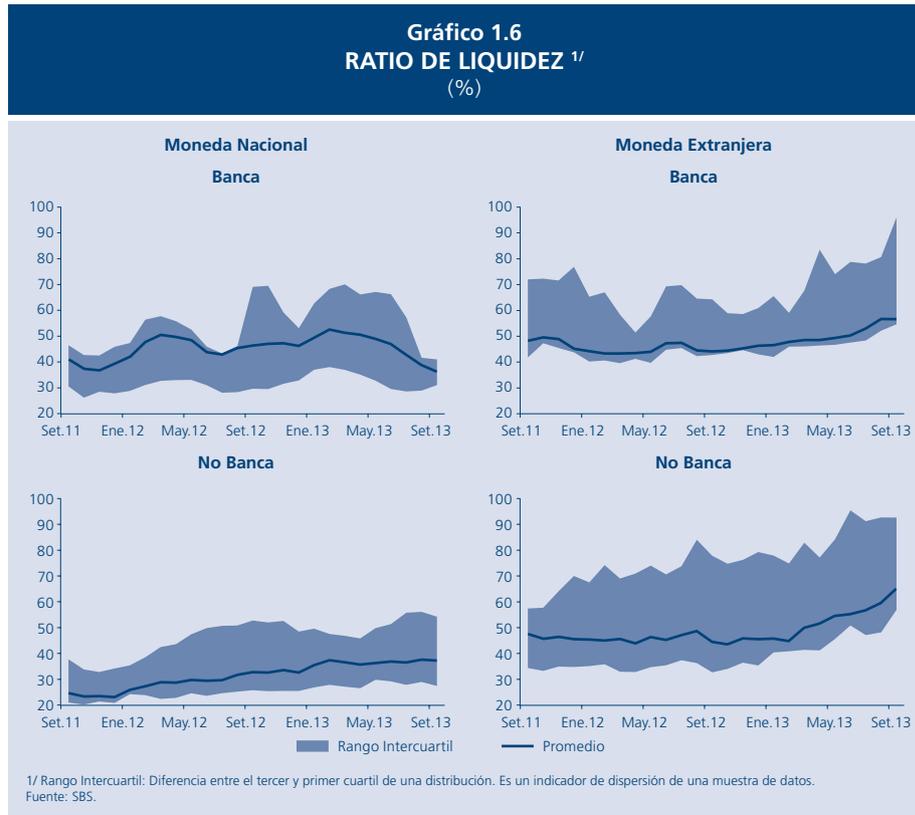
10. **La liquidez del sistema financiero (medido como el ratio de activos líquidos como proporción de los pasivos de corto plazo) se mantiene en niveles holgados en ambas monedas, mostrando niveles adecuados de cobertura para las obligaciones de corto plazo.** En el último semestre, se observó que la liquidez de la banca en moneda extranjera aumentó, de 48,5% a 56,8%, por las mayores captaciones de depósitos en moneda extranjera, mientras que en moneda nacional se redujo, de 51,5% a 36,1%. En el caso de las entidades no bancarias, la liquidez creció en ambas monedas.

Cuadro 1.9
RATIO DE LIQUIDEZ
(%)

| | En Moneda Nacional | | | | | En Moneda Extranjera | | | | |
|------------------------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Set.13 | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Set.13 |
| Total Sistema ^{1/} | 44,3 | 44,2 | 49,4 | 45,6 | 36,3 | 44,0 | 46,2 | 48,5 | 50,4 | 57,0 |
| Banca | 46,4 | 46,3 | 51,5 | 47,0 | 36,1 | 44,0 | 46,2 | 48,5 | 50,3 | 56,8 |
| No Bancaria | 32,7 | 32,7 | 36,6 | 37,1 | 37,4 | 44,2 | 45,4 | 50,1 | 55,2 | 65,2 |
| Financieras | 31,6 | 30,4 | 34,1 | 29,2 | 29,5 | 37,6 | 39,5 | 41,6 | 51,3 | 61,9 |
| Cajas Municipales | 32,8 | 33,1 | 37,5 | 41,1 | 42,1 | 45,5 | 46,8 | 51,2 | 55,3 | 64,5 |
| Cajas Rurales | 36,3 | 38,7 | 41,2 | 53,5 | 50,5 | 56,0 | 53,0 | 66,7 | 72,9 | 86,9 |
| Banco de la Nación | 86,2 | 85,4 | 88,3 | 84,3 | 83,1 | 93,2 | 111,9 | 150,6 | 147,0 | 150,2 |

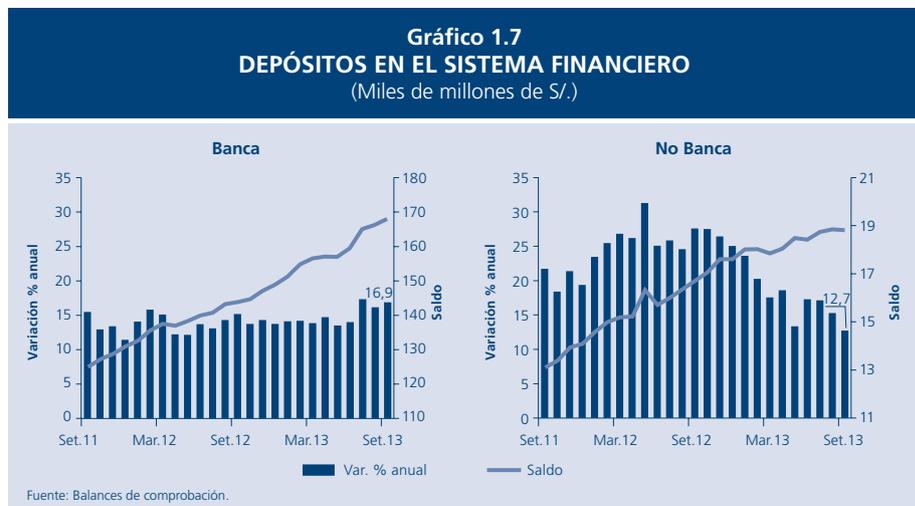
1/ No incluye Banco de la Nación.
Fuente: SBS.





I.3 Depósitos en el Sistema Financiero

- 11. Los depósitos en el sistema financiero registraron un crecimiento de 16% en setiembre de 2013 con respecto a igual mes del año pasado, registrándose un incremento de los depósitos en moneda extranjera en el último semestre.



12. El aumento de los depósitos en moneda extranjera provino principalmente de las personas jurídicas, en un contexto de depreciación de la moneda nacional.

| Cuadro 1.10 DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO ^{1/} (Millones de S/.) | | | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|-------------|
| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Set.13 | Set.13/Set.12 | |
| | | | | | | Flujo | Var.% |
| Sistema Financiero | 168 807 | 175 758 | 183 384 | 186 601 | 195 830 | 27 022 | 16,0 |
| Moneda Nacional | 102 488 | 108 486 | 116 861 | 116 894 | 116 175 | 13 687 | 13,4 |
| Moneda Extranjera | 66 320 | 67 271 | 66 523 | 69 707 | 79 655 | 13 335 | 20,1 |
| % dolarización | 39,3% | 38,3% | 36,3% | 37,4% | 40,7% | | |
| Banca | 143 834 | 148 887 | 156 577 | 159 479 | 168 103 | 24 269 | 16,9 |
| Moneda Nacional | 80 081 | 84 104 | 92 378 | 92 151 | 90 980 | 10 899 | 13,6 |
| Moneda Extranjera | 63 752 | 64 783 | 64 199 | 67 328 | 77 123 | 13 370 | 21,0 |
| % dolarización | 44,3% | 43,5% | 41,0% | 42,2% | 45,9% | | |
| No Banca | 16 705 | 17 614 | 17 859 | 18 428 | 18 830 | 2 125 | 12,7 |
| Moneda Nacional | 14 747 | 15 657 | 16 079 | 16 572 | 16 820 | 2 072 | 14,1 |
| Moneda Extranjera | 1 958 | 1 957 | 1 780 | 1 856 | 2 010 | 52 | 2,7 |
| % dolarización | 11,7% | 11,1% | 10,0% | 10,1% | 10,7% | | |
| Banco de la Nación | 8 269 | 9 257 | 8 948 | 8 693 | 8 897 | 628 | 7,6 |
| Moneda Nacional | 7 659 | 8 726 | 8 404 | 8 171 | 8 375 | 716 | 9,3 |
| Moneda Extranjera | 610 | 531 | 544 | 523 | 522 | -88 | -14,4 |
| % dolarización | 7,4% | 5,7% | 6,1% | 6,0% | 5,9% | | |

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

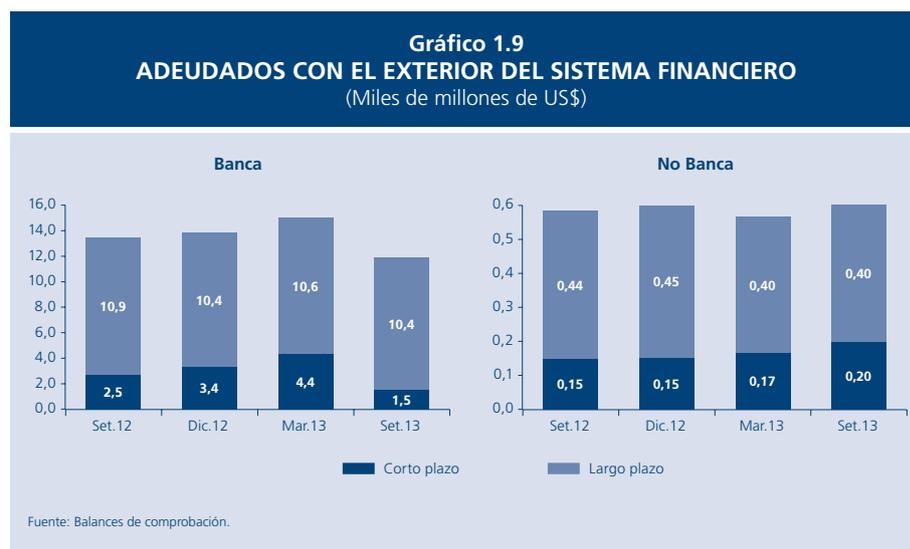
13. En el segundo trimestre de 2013, la dolarización de los depósitos fue más acelerada en la banca que en las entidades no bancarias.

En la banca, el aumento de la dolarización en los depósitos (de 41% a 45,9% en el último semestre) se debió a los mayores depósitos de empresas mineras, de construcción e inversionistas institucionales.





14. **Los adeudados con el exterior del sistema financiero se redujeron en US\$ 3 004 millones en el último semestre, explicado por la amortización de los de corto (US\$ 2 792 millones) y de largo plazo (US\$ 213 millones).** Ello se debió a la mayor liquidez en moneda extranjera proveniente de los depósitos del público y al mayor costo de financiamiento por el incremento del riesgo país en las economías emergentes, asociado a la incertidumbre sobre el momento en que la FED inicie el retiro del estímulo monetario, lo cual incentivó a las instituciones a no renovar sus líneas de crédito



La participación de los adeudados con el exterior de corto plazo disminuyó, de 18,5% en setiembre de 2012 a 13,7% en setiembre de 2013. Por tanto, el riesgo de una salida repentina de capitales es bajo, ya que la mayor parte de estos adeudados son de largo plazo.

15. **Las tasas de interés pasivas presentan una tendencia decreciente en los depósitos a plazo en ambas monedas.** En la banca las variaciones son mixtas, las tasas se incrementaron en los depósitos de ahorro en moneda nacional y en depósitos de ahorro y a plazo en moneda extranjera. En las financieras, CM y CRAC las tasas se redujeron en casi la totalidad de los productos en ambas monedas.

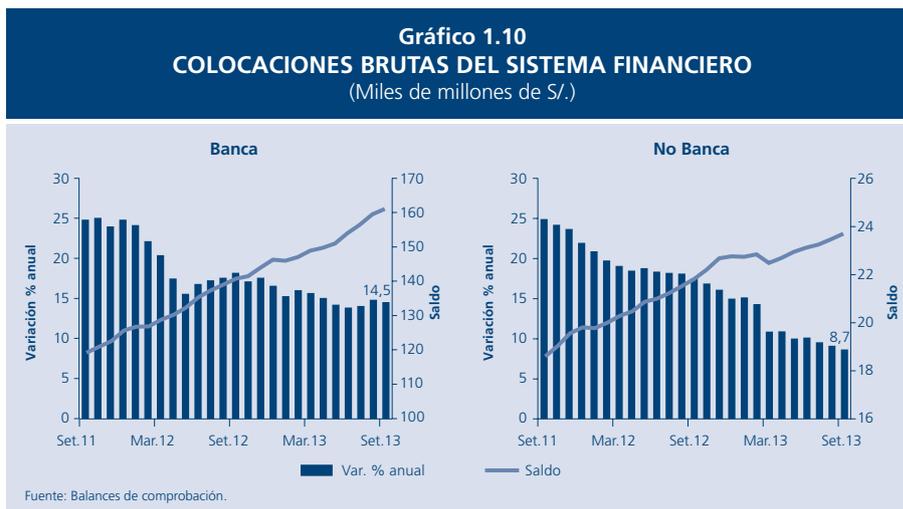
| Cuadro 1.11 TASAS DE INTERÉS PASIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO (%) | | | | | | | |
|---|---------|-----------------|--------|--------|-------------------|--------|--------|
| | | Moneda Nacional | | | Moneda Extranjera | | |
| | | Ahorro | Plazo* | CTS | Ahorro | Plazo* | CTS |
| Banca | Set. 11 | 0,35 | 4,94 | 3,23 | 0,25 | 1,59 | 1,71 |
| | Set. 12 | 0,40 | 4,53 | 3,23 | 0,24 | 1,84 | 2,07 |
| | Dic. 12 | 0,35 | 4,72 | 2,63 | 0,24 | 1,86 | 1,45 |
| | Mar. 13 | 0,35 | 4,50 | 3,66 | 0,25 | 1,67 | 2,54 |
| | Set. 13 | 0,39 ↑ | 3,96 ↓ | 3,58 ↓ | 0,27 ↑ | 1,79 ↑ | 2,06 ↓ |
| Financieras | Set. 11 | 1,43 | 6,44 | 10,77 | 1,02 | 1,93 | 4,87 |
| | Set. 12 | 1,52 | 5,50 | 6,94 | 0,86 | 2,82 | 3,63 |
| | Dic. 12 | 1,69 | 6,15 | 7,26 | 0,76 | 2,96 | 4,08 |
| | Mar. 13 | 1,63 | 5,78 | 7,60 | 0,88 | 2,92 | 4,20 |
| | Set. 13 | 0,77 ↓ | 5,70 ↓ | 8,11 ↑ | 0,32 ↓ | 2,90 ↓ | 3,67 ↓ |
| CM | Set. 11 | 0,92 | 7,56 | 10,74 | 0,53 | 3,87 | 5,74 |
| | Set. 12 | 0,89 | 6,86 | 9,94 | 0,48 | 3,23 | 5,26 |
| | Dic. 12 | 0,90 | 6,82 | 9,73 | 0,46 | 2,88 | 5,25 |
| | Mar. 13 | 0,86 | 6,71 | 9,43 | 0,45 | 2,74 | 4,45 |
| | Set. 13 | 0,86 → | 6,04 ↓ | 8,14 ↓ | 0,45 → | 2,58 ↓ | 4,08 ↓ |
| CRAC | Set. 11 | 0,99 | 8,80 | 12,47 | 0,53 | 5,39 | 6,22 |
| | Set. 12 | 0,86 | 7,73 | 12,57 | 0,29 | 5,12 | 4,60 |
| | Dic. 12 | 1,42 | 7,86 | 12,03 | 0,81 | 4,65 | 4,55 |
| | Mar. 13 | 1,35 | 7,55 | 12,44 | 0,69 | 4,63 | 4,86 |
| | Set. 13 | 1,42 ↑ | 7,45 ↓ | 9,14 ↓ | 0,66 ↓ | 4,08 ↓ | 4,96 ↑ |

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

I.4 Colocaciones del Sistema Financiero

16. **En los últimos seis meses, las colocaciones del sistema financiero siguieron creciendo aunque a un ritmo decreciente.** La tasa de crecimiento anual de los créditos de la banca pasó de 15,7% en marzo de 2013 a 14,5% en setiembre de 2013; mientras que la de las entidades no bancarias pasó de 10,9% a 8,7%. Cabe indicar que la reducción del saldo de colocaciones de las entidades no bancarias en marzo de 2013 obedeció a la escisión de un bloque patrimonial de la Financiera América a favor de su accionista, el Banco Financiero.





17. **En el análisis del crédito por moneda, destaca el dinamismo de las colocaciones en moneda nacional (tasa de crecimiento anual de 21,3%).** Con ello, el grado de dolarización del crédito disminuyó ligeramente, de 44,2% en setiembre de 2012 a 40,4% en setiembre de 2013.

Cuadro 1.12
COLOCACIONES BRUTAS DEL SISTEMA FINANCIERO ^{1/}
(Millones de S/.)

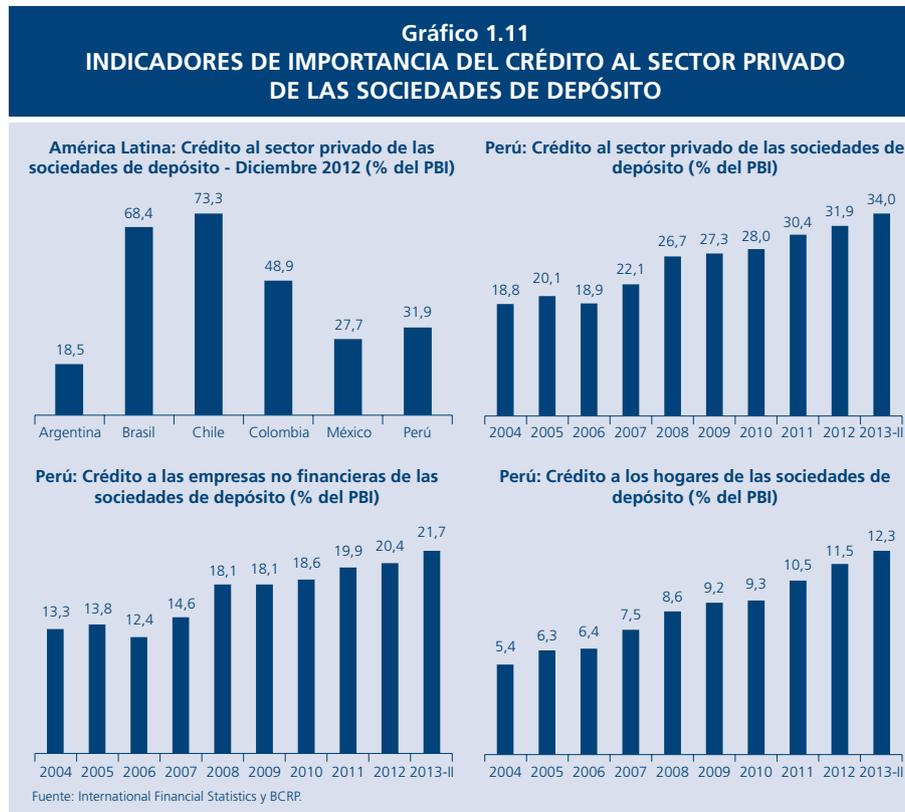
| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Set.13 | Set.13/Dic.12 | |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|-------------|
| | | | | | | Flujo | Var. % |
| Sistema Financiero | 168 120 | 174 831 | 176 854 | 183 048 | 190 795 | 15 964 | 9,1 |
| Moneda Nacional | 93 737 | 97 796 | 100 162 | 106 247 | 113 744 | 15 948 | 16,3 |
| Moneda Extranjera | 74 382 | 77 035 | 76 692 | 76 801 | 77 051 | 16 | 0,0 |
| % dolarización | 44,2% | 44,1% | 43,4% | 42,0% | 40,4% | | |
| Banca | 140 729 | 146 306 | 148 903 | 154 081 | 161 173 | 14 867 | 10,2 |
| Moneda Nacional | 68 870 | 71 817 | 74 172 | 79 137 | 85 818 | 14 001 | 19,5 |
| Moneda Extranjera | 71 858 | 74 489 | 74 730 | 74 944 | 75 355 | 866 | 1,2 |
| % dolarización | 51,1% | 50,9% | 50,2% | 48,6% | 46,8% | | |
| No Banca | 21 827 | 22 765 | 22 491 | 23 135 | 23 716 | 950 | 4,2 |
| Moneda Nacional | 19 702 | 20 565 | 20 751 | 21 439 | 22 070 | 1 506 | 7,3 |
| Moneda Extranjera | 2 125 | 2 201 | 1 739 | 1 696 | 1 645 | -556 | -25,2 |
| % dolarización | 9,7% | 9,7% | 7,7% | 7,3% | 6,9% | | |
| Banco de la Nación | 5 564 | 5 759 | 5 461 | 5 833 | 5 906 | 147 | 2,6 |
| Moneda Nacional | 5 165 | 5 414 | 5 238 | 5 671 | 5 855 | 441 | 8,1 |
| Moneda Extranjera | 399 | 345 | 223 | 162 | 51 | -294 | -85,3 |
| % dolarización | 7,2% | 6,0% | 4,1% | 2,8% | 0,9% | | |

^{1/} Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2013.
Fuente: Balances de comprobación.

La desdolarización del crédito viene siendo impulsada por las medidas prudenciales y las de política monetaria, pero aún se mantiene en un nivel alto. Por ello, es recomendable evaluar medidas adicionales que coadyuven a que los agentes interioricen los riesgos involucrados por los descalces de monedas.

18. **Como porcentaje del PBI, los créditos al sector privado de las sociedades de depósitos⁵ llegaron a representar 31,9% en el año 2012, mayor al 30,4% registrado en el año 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 19,9% a 20,4% en el año 2012; y, en el de los hogares, de 10,5% a 11,5%. En el caso de los hogares, destaca el aumento el crédito hipotecario, que pasó de 4,1% a 4,7% del PBI, aunque aún constituye una participación relativamente baja⁶.



5 Comprende las colocaciones e inversiones frente a hogares y empresas privadas no financieras de parte de las entidades financieras autorizadas a captar depósitos del público. En el caso peruano, las sociedades de depósito comprenden al Banco Central de Reserva del Perú, empresas bancarias, Banco de la Nación, empresas financieras, cajas municipales, cajas rurales y cooperativas de ahorro y crédito.

6 Por ejemplo, en Chile, el crédito hipotecario como proporción del PBI en 2012 ascendió a 20%.

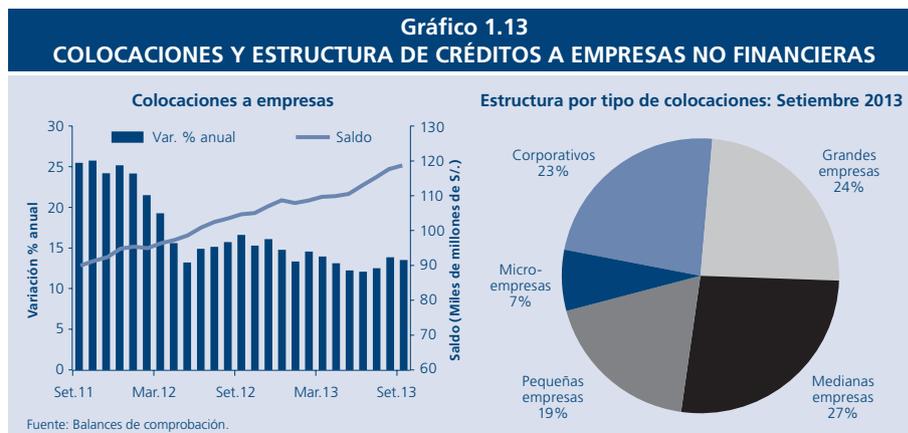


I.5 Financiamiento a las Empresas

19. **El dinamismo del crédito viene acompañando la expansión de la actividad productiva y la acumulación de capital en las empresas.** Si bien las expectativas empresariales sobre la situación económica a tres meses disminuyó entre febrero y julio de 2013, éstas aumentaron en setiembre, retornando al tramo optimista.



20. **El crecimiento de los créditos a las empresas se explicó principalmente por el mayor dinamismo de los créditos corporativos en el último trimestre.** Ello se dio en un contexto de mayor costo financiero de las emisiones de valores en el exterior, lo cual impulsó a las empresas corporativas a financiarse principalmente en sistema financiero local.



Entre marzo de 2013 y setiembre de 2013, el número de empresas que obtuvo financiamiento del sistema financiero creció levemente (0,3%)⁷, y se dio

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

principalmente en grandes empresas (aumento del número y del saldo en 12,8% en ambos casos). Asimismo, el crédito a empresas corporativas registró una recuperación (crecimiento de 20%, en comparación con la reducción de 1,8% registrada en el período setiembre de 2012 - marzo de 2013), como consecuencia del incremento en la tasa de interés de las emisiones en los mercados de capitales internacionales, por la mayor percepción de riesgo sobre las economías emergentes. En el caso de las microempresas, el número de deudores y el saldo total se contrajeron en 0,6% y 1,6%, respectivamente⁸. En cambio, en las pequeñas empresas estos indicadores crecieron en 3,3% y 3,7%, respectivamente.



Cuadro 1.13
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE EMPRESAS

| | Set.12 | | | Mar.13 | | | Set.13 | | |
|----------------------------|------------------|----------------------------------|-------------------------------|------------------|----------------------------------|-------------------------------|------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| | Nº de deudores | Saldo de deuda (Millones de S/.) | Deuda promedio (Miles de S/.) | Nº de deudores | Saldo de deuda (Millones de S/.) | Deuda promedio (Miles de S/.) | Nº de deudores | Saldo de deuda (Millones de S/.) | Deuda promedio (Miles de S/.) |
| Corporativos ^{1/} | 542 | 24 064 | 44 399 | 534 | 23 624 | 44 239 | 568 | 28 571 | 50 302 |
| Grandes empresas | 1 940 | 24 107 | 12 426 | 1 998 | 25 774 | 12 900 | 2 256 | 29 068 | 12 885 |
| Medianas empresas | 20 746 | 27 901 | 1 345 | 22 922 | 30 362 | 1 325 | 25 098 | 31 784 | 1 266 |
| Pequeñas empresas | 333 026 | 20 258 | 61 | 360 992 | 21 353 | 59 | 373 027 | 22 152 | 59 |
| Microempresas | 1 584 404 | 8 763 | 6 | 1 604 293 | 8 676 | 5 | 1 595 165 | 8 534 | 5 |
| Total | 1 940 207 | 105 094 | 54 | 1 990 739 | 109 787 | 55 | 1 996 114 | 119 428 | 60 |

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

21. **La dolarización de la deuda de las empresas en el sistema financiero se redujo entre marzo de 2013 y setiembre de 2013 (de 55,6% a 52,1%).** En ese período, la tasa de crecimiento de los préstamos en dólares disminuyó de 3,3%

8 Aunque ello también puede estar asociado a la reclasificación de algunas microempresas a pequeña empresa. Dicha reclasificación tiene lugar cuando el nivel de endeudamiento total del deudor con el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para vivienda) rebasa los S/. 20 000 en los últimos 6 meses.





(setiembre de 2012 – marzo de 2013) a 1,3% (marzo de 2013 – setiembre de 2013); por el contrario, en nuevos soles, esa tasa pasó de 6,8% a 17%.

En el último semestre, la reducción de la dolarización de la deuda ocurrió en todos los tipos de créditos, especialmente en los corporativos (por el menor dinamismo de emisiones en el exterior). Por otro lado, el mayor nivel de dolarización lo registraron los créditos a grandes empresas y corporativas, con 69,6% y 65%, respectivamente.

| Cuadro 1.14 DEUDA POR TIPO DE EMPRESA Y POR MONEDAS CON EL SISTEMA FINANCIERO ^{1/} (Millones de S/.) | | | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|-------------|
| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Set.13 | Set.13/Set.12 | |
| | | | | | Flujo | Var. % |
| Total Deuda de Empresas ^{2/} | 104 664 | 108 686 | 109 716 | 118 821 | 14 157 | 13,5 |
| Moneda Nacional | 45 574 | 47 266 | 48 679 | 56 970 | 11 396 | 25,0 |
| Moneda Extranjera | 59 090 | 61 421 | 61 037 | 61 851 | 2 761 | 4,7 |
| % dolarización | 56,5% | 56,5% | 55,6% | 52,1% | | |
| Empresas corporativas | 23 277 | 23 046 | 22 932 | 27 698 | 4 421 | 19,0 |
| Moneda Nacional | 5 719 | 5 261 | 5 763 | 9 706 | 3 988 | 69,7 |
| Moneda Extranjera | 17 558 | 17 785 | 17 170 | 17 991 | 433 | 2,5 |
| % dolarización | 75,4% | 77,2% | 74,9% | 65,0% | | |
| Grandes empresas | 24 249 | 25 878 | 25 994 | 28 744 | 4 495 | 18,5 |
| Moneda Nacional | 5 917 | 6 319 | 6 570 | 8 753 | 2 835 | 47,9 |
| Moneda Extranjera | 18 331 | 19 560 | 19 424 | 19 992 | 1 660 | 9,1 |
| % dolarización | 75,6% | 75,6% | 74,7% | 69,6% | | |
| Medianas empresas | 27 998 | 29 457 | 30 614 | 31 696 | 3 698 | 13,2 |
| Moneda Nacional | 9 004 | 9 638 | 10 225 | 11 540 | 2 535 | 28,2 |
| Moneda Extranjera | 18 993 | 19 819 | 20 389 | 20 156 | 1 163 | 6,1 |
| % dolarización | 67,8% | 67,3% | 66,6% | 63,6% | | |
| Pequeñas empresas | 20 362 | 21 228 | 21 484 | 22 149 | 1 787 | 8,8 |
| Moneda Nacional | 16 698 | 17 580 | 17 932 | 18 788 | 2 091 | 12,5 |
| Moneda Extranjera | 3 664 | 3 648 | 3 552 | 3 361 | -303 | -8,3 |
| % dolarización | 18,0% | 17,2% | 16,5% | 15,2% | | |
| Microempresas | 8 779 | 9 077 | 8 691 | 8 535 | -245 | -2,8 |
| Moneda Nacional | 8 236 | 8 469 | 8 189 | 8 184 | -52 | -0,6 |
| Moneda Extranjera | 543 | 609 | 503 | 351 | -192 | -35,4 |
| % dolarización | 6,2% | 6,7% | 5,8% | 4,1% | | |

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2013.
2/ No incluye Banco de la Nación.
Fuente: Balances de comprobación.

22. **En el último semestre, se registró un aumento en el ratio de cartera morosa con respecto a las colocaciones brutas en los créditos otorgados a las empresas.** Este incremento ocurrió principalmente en medianas, pequeñas empresas y microempresas.

Es importante notar que, desde diciembre de 2011, las pequeñas y microempresas presentan un deterioro sostenido en este indicador. En el caso de las medianas, el deterioro viene ocurriendo en el presente año. La menor calidad de esas carteras estaría asociada, en parte, al alto ritmo de crecimiento de esos créditos observado entre los años 2011 y 2012, que conllevó la incorporación de nuevos clientes con menor capacidad de pago y que vienen registrando atrasos en el pago de sus obligaciones en los últimos meses.

23. **Por tipo de moneda, el ratio de morosidad se incrementó en los últimos doce meses, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.** En moneda nacional, todos los tipos de crédito incrementaron su morosidad, salvo los otorgados a empresas corporativas. En moneda extranjera, la mayor morosidad se dio principalmente en los créditos a medianas empresas y MYPE, en un contexto en el cual el tipo de cambio se incrementó en los últimos meses.

| Cuadro 1.15 | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| RATIO DE MOROSIDAD DE LAS EMPRESAS CON EL SISTEMA FINANCIERO | | | | |
| (%) | | | | |
| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Set.13 |
| Total Deuda de Empresas | 3,57 | 3,51 | 3,55 | 4,00 |
| Moneda Nacional | 5,43 | 5,41 | 5,93 | 5,87 |
| Moneda Extranjera | 2,03 | 1,95 | 2,02 | 2,13 |
| Empresas corporativas | 0,32 | 0,32 | 0,12 | 0,09 |
| Moneda Nacional | 0,07 | 0,12 | 0,06 | 0,03 |
| Moneda Extranjera | 0,40 | 0,39 | 0,14 | 0,13 |
| Grandes empresas | 0,72 | 0,64 | 0,66 | 0,63 |
| Moneda Nacional | 0,33 | 0,35 | 0,45 | 0,43 |
| Moneda Extranjera | 0,86 | 0,75 | 0,74 | 0,71 |
| Medianas empresas | 4,60 | 4,67 | 5,00 | 5,44 |
| Moneda Nacional | 6,14 | 6,45 | 6,96 | 7,35 |
| Moneda Extranjera | 3,82 | 3,73 | 3,94 | 4,34 |
| Pequeñas empresas | 8,00 | 7,86 | 8,77 | 9,85 |
| Moneda Nacional | 8,36 | 8,15 | 9,10 | 10,21 |
| Moneda Extranjera | 6,25 | 6,32 | 6,96 | 7,86 |
| Microempresas | 5,92 | 5,38 | 6,07 | 6,47 |
| Moneda Nacional | 6,10 | 5,57 | 6,25 | 6,57 |
| Moneda Extranjera | 2,88 | 2,48 | 2,98 | 4,22 |

Fuente: Balances de comprobación.

24. **Los créditos MYPE han venido creciendo a tasas anuales decrecientes (21,6% en 2011, 14,5% en 2012 y 5,7% a setiembre de 2013).** Un patrón similar se observó en la deuda promedio, con un crecimiento del 1,1% en lo que va del año 2013 (4% en 2012). Sin embargo, los indicadores de morosidad de los créditos MYPE aumentaron.





Cuadro 1.16
CARACTERÍSTICAS DE LOS DEUDORES DE CRÉDITOS MYPE EN EL SISTEMA FINANCIERO^{1/}

| N° entidades con las que registran deuda | Dic. 2011 | | | | Dic. 2012 | | | | Set. 2013 | | | |
|--|--------------------|-------------------|----------------------|------------------------|--------------------|-------------------|----------------------|------------------------|--------------------|-------------------|----------------------|------------------------|
| | Número de deudores | Saldo (Mill. S/.) | Deuda promedio (S/.) | Ratio de morosidad (%) | Número de deudores | Saldo (Mill. S/.) | Deuda promedio (S/.) | Ratio de morosidad (%) | Número de deudores | Saldo (Mill. S/.) | Deuda promedio (S/.) | Ratio de morosidad (%) |
| 1 | 1 298 475 | 11 704 | 9 013 | 8,3 | 1 436 768 | 13 463 | 9 370 | 8,6 | 1 468 428 | 14 322 | 9 754 | 10,1 |
| 2 | 336 180 | 8 140 | 24 213 | 5,5 | 372 627 | 9 341 | 25 067 | 6,1 | 367 578 | 9 543 | 25 963 | 8,0 |
| 3 ó más | 116 202 | 6 439 | 55 409 | 4,4 | 123 944 | 7 273 | 58 677 | 5,5 | 114 564 | 6 821 | 59 540 | 7,7 |
| Total | 1 750 857 | 26 282 | 15 011 | 6,5 | 1 933 339 | 30 076 | 15 557 | 7,1 | 1 950 570 | 30 687 | 15 732 | 8,9 |

^{1/} No incluye Banco de la Nación.
Fuente: Reporte crediticio consolidado.

Si bien la mayor morosidad la registran los clientes MYPE con deuda en una sola entidad financiera (10% a setiembre de 2013), se observa un rápido deterioro en los clientes que registran deudas con 3 ó más entidades financieras, que representan el 5,9% del total de clientes y concentran el 22,2% del total de colocaciones.

Por otra parte, las entidades financieras realizan periódicamente castigos de los créditos MYPE con calificación de pérdida e íntegramente provisionados, a fin de reducir su cartera morosa y mejorar sus indicadores de calidad de activos. A setiembre de 2013, el flujo de castigos acumulados en los últimos doce meses representó el 4,3% del total de colocaciones a setiembre de 2013 (4,1% a setiembre de 2012).

Cabe señalar que, desde el año 2012, las entidades financieras han venido implementado medidas orientadas a mejorar la calidad de los créditos MYPE, conllevando, en algunos casos, a implementar políticas crediticias más rigurosas y, en otros, a efectuar procesos de saneamiento de cartera. El efecto de estas medidas se refleja, en parte, en la desaceleración del crecimiento de este tipo de colocaciones en el presente año.

25. Las tasas de interés de los créditos otorgados por la banca a las empresas no financieras mostraron una trayectoria descendente.

En los últimos doce meses, las tasas en moneda nacional para las empresas se redujeron en promedio 77 puntos básicos. Si bien dicha reducción fue generalizada, las mayores variaciones se dieron principalmente en microempresas (159 puntos básicos), seguidas de las de pequeñas empresas (147 puntos básicos). En moneda extranjera, las tasas activas en los segmentos micro y pequeñas empresas también se redujeron (318 y 250 puntos básicos, respectivamente), mientras que las del segmento de grandes empresas aumentaron en 20 puntos básicos.

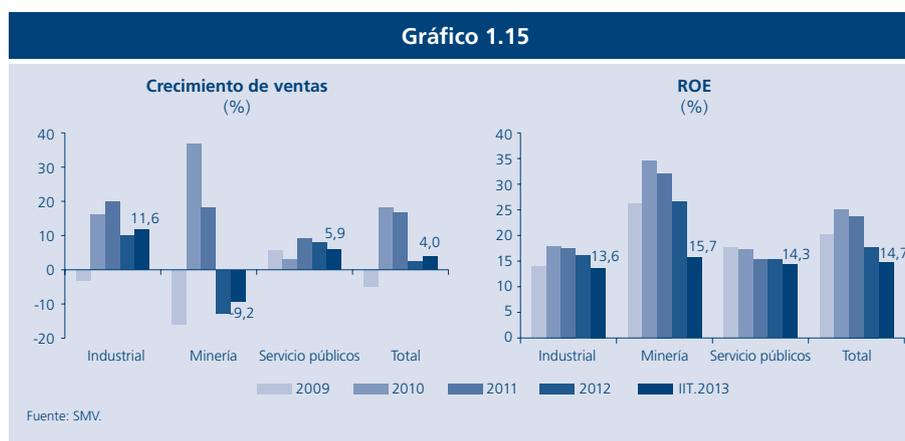
Cuadro 1.17
TASA DE INTERÉS POR CRÉDITOS A LAS EMPRESAS - BANCA ^{1/}
(%)

| En Moneda Nacional | | | | | |
|------------------------|--------------|------------------|-------------------|-------------------|---------------|
| | Corporativos | Grandes empresas | Medianas empresas | Pequeñas empresas | Microempresas |
| Set. 12 | 5,70 | 7,50 | 11,05 | 22,93 | 33,18 |
| Dic. 12 | 5,78 | 7,36 | 10,96 | 22,45 | 33,15 |
| Mar. 13 | 5,79 | 7,43 | 10,82 | 22,04 | 31,40 |
| Jun. 13 | 5,30 | 7,21 | 10,60 | 21,20 | 31,58 |
| Set. 13 | 5,53 | 7,07 | 10,86 | 21,46 | 31,59 |
| Variación (pbs) | | | | | |
| Set. 13/ Ago. 13 | -14 | 3 | 0 | 6 | -2 |
| Set. 13/ Mar. 13 | -26 | -36 | 4 | -58 | 19 |
| Set. 13/ Set. 12 | -17 | -43 | -19 | -147 | -159 |
| En Moneda Extranjera | | | | | |
| | Corporativos | Grandes empresas | Medianas empresas | Pequeñas empresas | Microempresas |
| Set. 12 | 3,82 | 5,82 | 9,17 | 15,63 | 19,61 |
| Dic. 12 | 4,05 | 6,36 | 9,02 | 15,50 | 19,31 |
| Mar. 13 | 4,57 | 7,46 | 10,13 | 14,77 | 13,57 |
| Jun. 13 | 2,87 | 6,19 | 9,24 | 13,97 | 16,02 |
| Set. 13 | 3,03 | 6,02 | 8,79 | 13,13 | 16,43 |
| Variación (pbs) | | | | | |
| Set. 13/ Ago. 13 | -12 | -3 | 16 | -56 | 6 |
| Set. 13/ Mar. 13 | -154 | -144 | -134 | -164 | 286 |
| Set. 13/ Set. 12 | -79 | 20 | -38 | -250 | -318 |

1/ Tasas activas anuales de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.
Fuente: SBS.

Indicadores y desempeño financiero de las empresas

26. En el primer semestre de 2013, se observa que las ventas de las empresas de una muestra seleccionada⁹ han incrementado su ritmo de crecimiento anualizado (de 2,3% en diciembre de 2012 a 4% en junio de 2013).



⁹ Se analiza una muestra de 77 empresas que están obligadas a reportar sus Estados Financieros a la Superintendencia de Mercado de Valores. La información se obtuvo a través de la plataforma Económica.





El principal motor del crecimiento es el sector industrial, destacando el subsector comercio, impulsado por las mayores ventas en tiendas por departamento y, en menor medida, en supermercados; y, los subsectores construcción y minerales no metálicos (cemento), por la mayor demanda por construcción en Lima y provincias¹⁰. Sin embargo, algunos subsectores como el de siderurgia y textil registran crecimientos negativos¹¹.

El sector de servicios públicos se mantiene relativamente estable, creciendo tanto en telefonía, electricidad y agua. Por su parte, el sector minería metálica aún registra niveles de decrecimiento en sus ventas (-9,2%), aunque en menor medida que en diciembre de 2012 (-12,6%), debido principalmente a la reducción de los precios de los metales¹². Ante ello, las empresas mineras han tratado de compensar la caída de precios con una mayor producción de mineral y centrarse en los proyectos con mayor potencial¹³.

27. La rentabilidad de las empresas se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, a excepción del sector minero cuyo ROE ha venido reduciéndose significativamente (aunque en comparación a los demás sectores, a junio de 2013, alcanza el mayor ROE).

Esto último se debe a que las empresas mineras han venido reportando, en los últimos años, mayores gastos de personal (ante la escasez de profesionales y técnicos especializados) y precios más altos de los suministros mineros y repuestos, combustibles y tarifas de servicios públicos.

Ante ello y reaccionando ante la caída de los precios de los minerales, las empresas de este sector han venido implementando medidas para reducir los costos (la única variable que pueden controlar), a través de la renegociación de las tarifas, el alcance de los servicios proporcionados por contratistas, la reducción drástica de gastos administrativos y la renegociación de precios de sus principales suministros, entre otros.

Si bien en el primer semestre de 2013, la inversión en minería creció 20% respecto al mismo periodo de 2012, sigue habiendo un retraso en las inversiones

10 Ello se ha visto reflejado en importantes proyectos tanto públicos como privados, ligados principalmente a infraestructura, viviendas y centros comerciales.

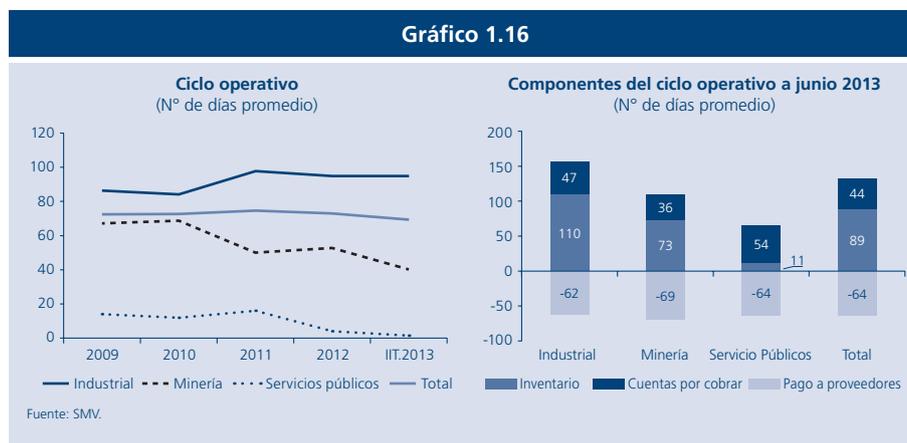
11 El crecimiento negativo de las ventas del subsector siderúrgico, se debe a la menor producción así como a los menores precios del acero. En el subsector textil, se debe, en parte, al efecto de los bajos precios de las prendas asiáticas ofrecidas tanto en el mercado local como en los mercados en donde las empresas peruanas dirigen sus exportaciones (hasta junio de 2013, este subsector económico acumula 22 meses de resultados desfavorables).

12 En el segundo trimestre del año en curso, las cotizaciones promedio del cobre, la plata y el zinc se redujeron en 9,1%, 21,5% y 4,5%, respectivamente.

13 Las empresas mineras se han vuelto más selectivas en sus proyectos; asimismo, han reducido las exploraciones en etapa temprana, paralizado obras civiles menores, entre otras.

mineras como consecuencia de los conflictos sociales, lo que a su vez genera incertidumbre sobre sus flujos futuros así como en el desarrollo de los nuevos proyectos. En ese sentido, es necesario que se mantenga un adecuado clima de negocios para estas inversiones debido a que este sector concentra el 46% de las inversiones totales a realizarse hasta el año 2015, lo que impulsará la actividad económica a nivel nacional así como el desarrollo de las comunidades aledañas.

28. **Respecto al ciclo operativo del negocio¹⁴, desde el año 2010, este indicador se ha incrementado en el sector industrial, por la menor rotación de inventarios en los subsectores de maquinaria industrial y textil; en los sectores de minería y de servicios públicos, por los mayores plazos de pago a proveedores; y, en el caso sólo de minería, también por la reducción de plazos en la cobranza.**



El ciclo de negocio en los sectores industrial y minero es mayor que en el sector de servicios públicos, principalmente por el mayor tiempo en que incurren los dos primeros sectores en rotar sus inventarios. Asimismo, estos tres sectores presentan similares plazos en el pago a sus proveedores, aunque registran distintos plazos en el cobro de sus cuentas. Por su parte, el promedio del ciclo operativo del total de empresas se mantiene relativamente estable, debido a la alta interrelación que se registra entre las empresas de los distintos sectores.

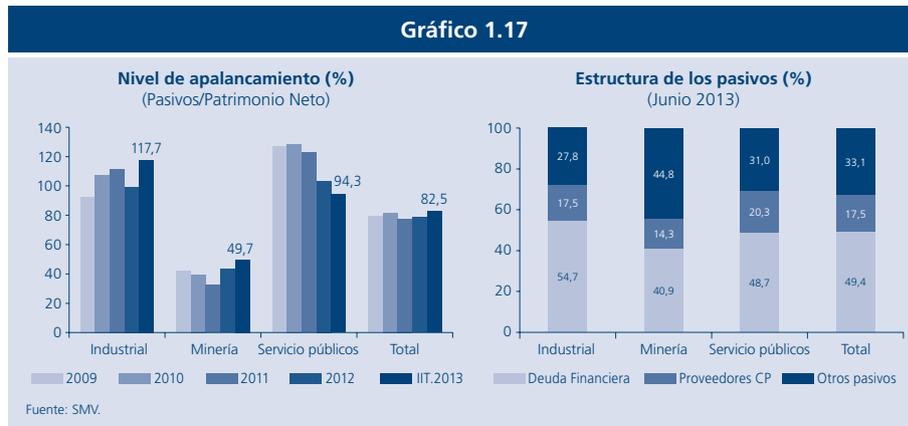
29. **El nivel de apalancamiento, medido por el ratio pasivos totales entre patrimonio neto, se ha mantenido estable en los sectores de minería e industrial entre diciembre de 2010 y junio de 2013. En el sector de servicios**

14 Este indicador mide la duración entre el tiempo que una empresa hace una inversión en bienes y servicios y el tiempo que dicha inversión produce flujos de entrada de caja. Es decir, los días promedio de inventario más los días promedio de las cuentas por cobrar menos los días promedio de pago a proveedores.



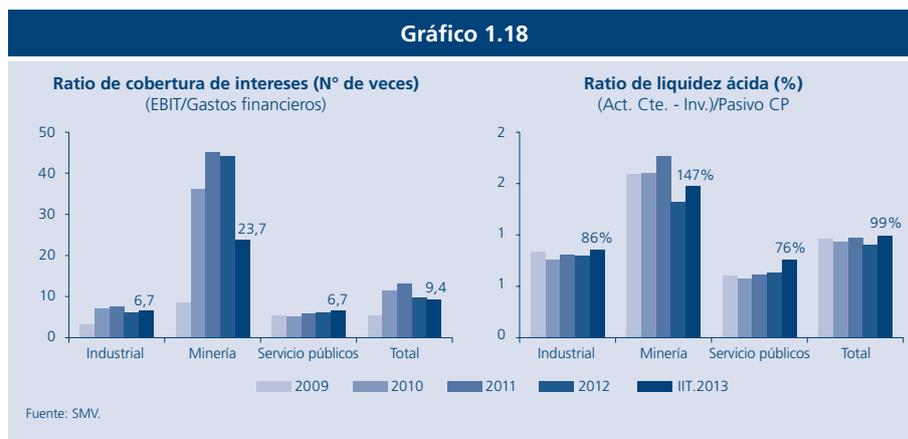


públicos, dicho indicador se ha ido reduciendo progresivamente, destacando el subsector telecomunicaciones, que disminuyó su nivel de pasivos e incrementó su patrimonio.

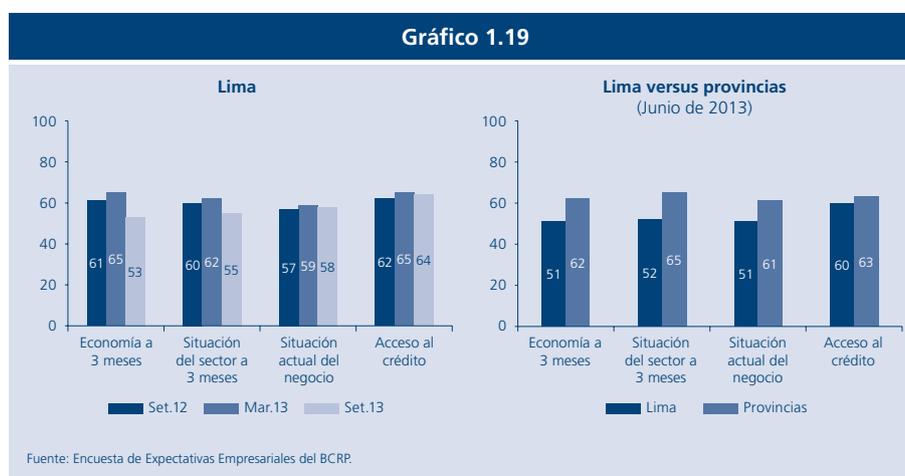


En las empresas de los sectores industrial y servicios públicos, los pasivos corresponden principalmente a deuda financiera; mientras que, para el sector minero, destacan otro tipo de pasivos, tales como el financiamiento proveniente de sus empresas matrices, otros pasivos no comerciales y provisiones. Entre diciembre de 2009 y junio de 2013, el sector minero y, en menor medida, el sector industrial incrementaron su nivel de deuda financiera (en 8,1% y 5% de los pasivos totales); sin embargo, el sector de servicios públicos la redujo en 11,4%.

30. **Las empresas de todos los sectores presentan, en general, un elevado nivel de cobertura de sus gastos financieros con su margen operativo. Así, en promedio, las empresas podrían pagar los gastos financieros de los próximos 9 años con la utilidad operativa generada en el último año.**



31. **El ratio de liquidez ácida¹⁵ presenta niveles adecuados para el total de empresas.** Sin embargo, las empresas del sector industrial y de servicios públicos registran niveles inferiores al 100%, aunque para el caso del sector industrial si consideramos en el activo corriente los inventarios, dicho indicador se elevaría a 153% (el de servicios públicos llegaría a 87%). No obstante ello, los pasivos de corto plazo del sector de servicios públicos representan el 41% del total de sus pasivos totales; inferior al de los sectores industrial y minería (51% y 46%, respectivamente)¹⁶.



De acuerdo a la encuesta de expectativas empresariales del Banco Central efectuada en setiembre de 2013, las empresas mantienen un optimismo para los próximos 3 meses sobre la economía del país y sobre la situación del sector en el cual realizan sus actividades (indicadores mayores a 50); sin embargo, registran niveles inferiores a los alcanzados en marzo de 2013.

Por su parte, a junio de 2013, el optimismo acerca de dichos indicadores es mayor en las empresas ubicadas en provincias, reflejando en parte el mayor grado de confianza sobre la actividad económica fuera de Lima.

I.6 Financiamiento a los Hogares

32. **En el último semestre, los créditos de consumo continuaron con el proceso de desaceleración de su tasa de crecimiento anual, tendencia observada desde**

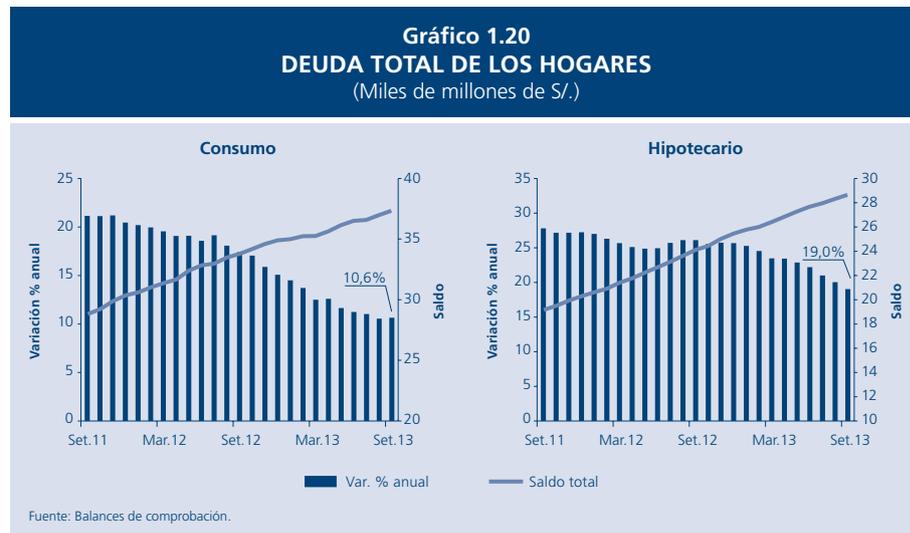
15 Mide si las empresas pueden pagar sus obligaciones corrientes con sus activos corrientes neto de inventarios; es decir, sin tener la necesidad de liquidar parte de sus inventarios. Un nivel del 100% permite cubrir adecuadamente los pasivos corrientes.

16 Estos dos sectores, a diciembre de 2009, registraban ratios de 60% y 57%, respectivamente.





mediados del año 2012. En el caso de los créditos hipotecarios, la desaceleración viene ocurriendo en lo que va del año 2013.



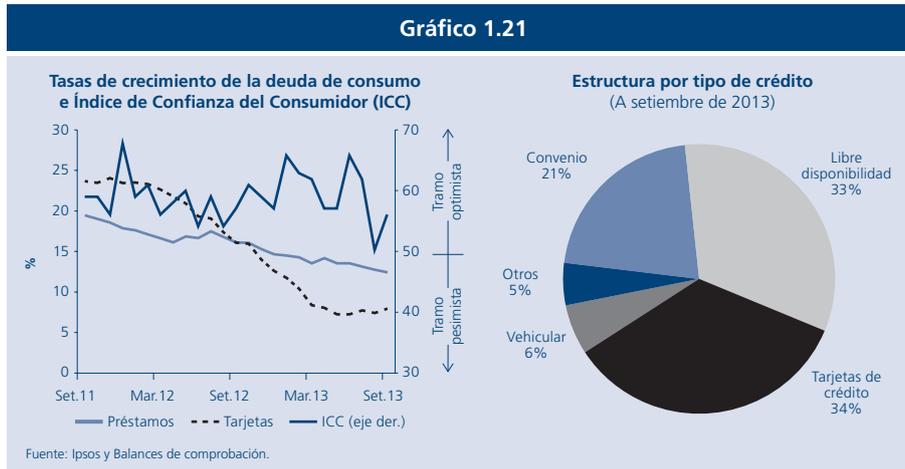
33. **El menor ritmo de crecimiento de los créditos de consumo (principalmente en tarjetas de crédito) estuvo asociado, en parte, a las medidas correctivas implementadas por las entidades financieras en su política de créditos¹⁷.** A ello se añade las medidas regulatorias prudenciales adoptadas por la SBS (cambio en el reglamento para el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito, publicado en noviembre de 2012¹⁸).

Por tipo de operación, se observó que, a excepción de los créditos de convenio¹⁹, las colocaciones a través de tarjetas de crédito, los préstamos de libre disponibilidad y los créditos vehiculares crecieron a tasas anuales menores que las registradas en el semestre anterior.

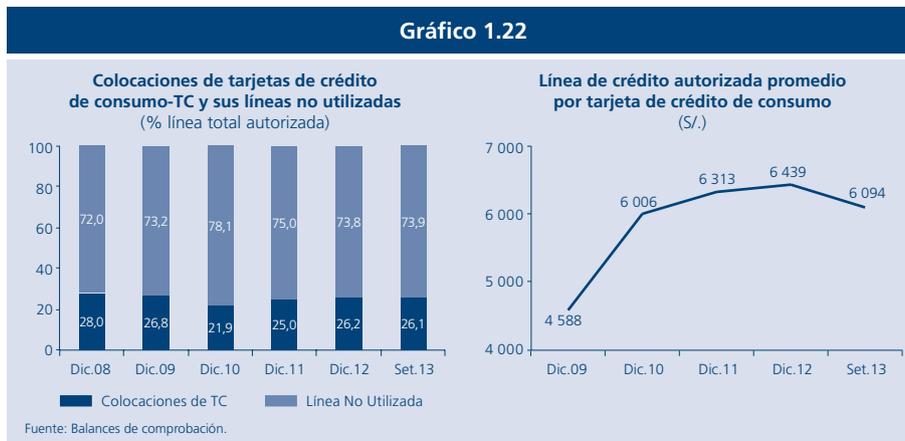
17 Políticas más rigurosas de evaluación y de monitoreo de créditos, cancelación de líneas de crédito y consolidación de deudas de tarjeta de crédito de otras instituciones.

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

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



34. **La línea de crédito promedio por tarjeta de crédito de consumo autorizada o aprobada por las instituciones financieras del país se redujo en lo que va del año (de S/. 6 439 en diciembre de 2012 a S/. 6 094 en setiembre de 2013).** En ese mismo período, se redujo ligeramente el porcentaje de utilización de la línea autorizada promedio por tarjeta de crédito (de 26,2% a 26,1%). Pese a lo anterior, es necesario monitorear permanentemente a los clientes de tarjeta de crédito, dado que estos deudores tienen la opción de consumir de forma imprevista su línea de crédito no utilizada.



A setiembre de 2013, el número de clientes propios (clientes con deuda en una sola entidad en el sistema financiero), representó el 59,7% del total de clientes con tarjetas de crédito, manteniendo una deuda equivalente al 23,2% del total de colocaciones por tarjetas de crédito.





Cuadro 1.18
CLIENTES CON DEUDA DE TARJETA DE CRÉDITO EN EL SISTEMA FINANCIERO ^{1/}

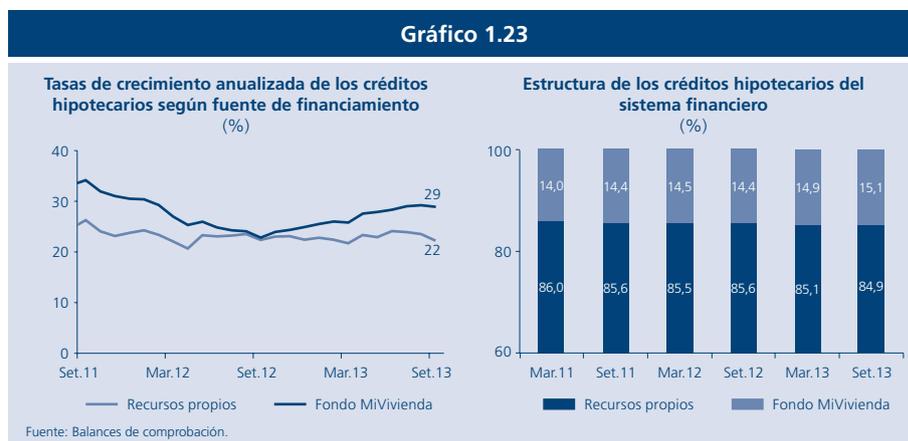
| N° entidades con las que registran deuda | Dic.11 | | | | Dic.12 | | | | Set.13 | | | |
|--|--------------------|-------------------|----------------------|------------------------|--------------------|-------------------|----------------------|------------------------|--------------------|-------------------|----------------------|------------------------|
| | Número de deudores | Saldo (Mill. S./) | Deuda promedio (S./) | Ratio de morosidad (%) | Número de deudores | Saldo (Mill. S./) | Deuda promedio (S./) | Ratio de morosidad (%) | Número de deudores | Saldo (Mill. S./) | Deuda promedio (S./) | Ratio de morosidad (%) |
| 1 | 1 135 466 | 2 167 | 1 909 | 7,2 | 1 322 082 | 2 607 | 1 972 | 8,1 | 1 436 027 | 2 881 | 2 006 | 8,3 |
| 2 | 522 012 | 2 700 | 5 171 | 4,9 | 563 037 | 3 126 | 5 553 | 5,6 | 572 852 | 3 322 | 5 799 | 5,7 |
| 3 o más | 422 793 | 5 927 | 14 018 | 3,9 | 423 456 | 6 423 | 15 169 | 4,7 | 396 370 | 6 214 | 15 678 | 4,8 |
| Total | 2 080 271 | 10 794 | 5 189 | 4,8 | 2 308 575 | 12 157 | 5 266 | 5,7 | 2 405 249 | 12 417 | 5 162 | 5,8 |

^{1/} No incluye Banco de la Nación.
Fuente: Reporte crediticio consolidado.

En cuanto a los clientes compartidos con dos o más instituciones financieras, se observó una estabilización del ratio de morosidad de estos clientes y un proceso de consolidación de deudas de tarjeta de crédito (el número de los clientes compartidos con 3 o más entidades se redujo en lo que va del año 2013).

35. **La reducción en la tasa de crecimiento anual de la deuda por créditos hipotecarios en el último semestre se explicó por el menor crecimiento de los créditos otorgados por las instituciones financieras con recursos propios, pese al mayor dinamismo observado en los créditos otorgados con recursos del Fondo Mivivienda.**

La tendencia decreciente en la tasa de crecimiento de los créditos hipotecarios estaría vinculada, en parte, al nuevo reglamento para el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito, que ajusta los factores de ponderación para los créditos hipotecarios para vivienda considerando las condiciones crediticias bajo las cuales se otorgan (plazo, moneda, tasa de interés, entre otras)²⁰. El ajuste tiene como objetivo que el requerimiento de patrimonio refleje de manera más adecuada el nivel de riesgo de los créditos hipotecarios.



²⁰ El factor de ponderación se eleva mientras mayor sea el plazo, el crédito sea desembolsado en moneda extranjera, la tasa de interés sea variable y el crédito tenga un mayor ratio *loan-to value*, entre otros.

36. **Cabe mencionar que, entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2013, la mediana de los precios por metro cuadrado de los departamentos ubicados en los distritos de La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Surco pasó de S/. 2 810 a S/. 5 073.**



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/. 170 mil en setiembre de 2009 a S/. 246 mil en setiembre de 2013.

37. **En general, un crecimiento acelerado 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 podría configurar una situación de crisis financiera.

Asimismo, es importante mantener un seguimiento de la evolución de los precios de los inmuebles y del indicador de capacidad de recuperar una inversión en este tipo de propiedad mediante el alquiler de los mismos. El ratio del precio de la vivienda sobre alquiler anual representa el número de años en los que se recuperaría la inversión; dicho ratio muestra una tendencia a estabilizarse a nivel agregado en el segundo trimestre de 2013.

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





créditos hipotecarios destinados a la compra de una segunda vivienda²¹, lo que implica una mayor exigencia de capital para las entidades financieras.

| Cuadro 1.19 PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M ² | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| MEDIANAS ^{1/} | 2012 - I | 2012 - II | 2012 - III | 2012 - IV | 2013 - I | 2013 - II |
| Jesús María | 13,0 | 15,7 | 15,5 | 14,9 | 15,0 | 15,6 |
| La Molina | 12,7 | 10,7 | 12,4 | 11,6 | 13,7 | 14,7 |
| Lince | 13,9 | 14,2 | 14,2 | 16,4 | 14,1 | 14,6 |
| Magdalena | 14,5 | 14,1 | 13,1 | 16,0 | 14,0 | 14,5 |
| Miraflores | 19,0 | 17,0 | 15,3 | 15,0 | 14,8 | 16,5 |
| Pueblo Libre | 15,4 | 16,5 | 15,2 | 16,0 | 14,1 | 14,3 |
| San Borja | 15,3 | 19,5 | 16,8 | 18,2 | 18,6 | 17,5 |
| San Isidro | 19,7 | 17,7 | 17,2 | 18,4 | 18,0 | 17,2 |
| San Miguel | 14,8 | 15,3 | 16,1 | 15,6 | 14,4 | 14,8 |
| Surco | 16,6 | 16,7 | 17,1 | 15,0 | 16,8 | 16,3 |
| Agregado | | | | | | |
| Promedio | 15,5 | 15,7 | 15,3 | 15,7 | 15,3 | 15,6 |

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

Asimismo, en diciembre de 2012 la SBS publicó un Proyecto de Resolución que modifica el reglamento para la administración del riesgo cambiario crediticio²², con el objetivo de mitigar la exposición de las entidades financieras a dicho riesgo. En ese sentido, el Proyecto establece provisiones genéricas adicionales a los créditos otorgados a deudores con clasificación Normal para cubrir las exposiciones afectas al riesgo cambiario crediticio.

38. **En los últimos 12 meses, se observó un mayor crecimiento de los créditos a los hogares otorgados en moneda nacional respecto a los de moneda extranjera, principalmente en los créditos hipotecarios.** De esta manera, en ese lapso se redujo el grado de dolarización de la deuda total de los hogares con el sistema financiero, de 25,7% a 22,9%.

La dolarización de la deuda por créditos de consumo en el semestre se mantuvo estable, alrededor de 9%. Este nivel es relativamente bajo, excepto en los créditos vehiculares cuyo nivel de dolarización pasó de 74,4% a 76,9% en los últimos

21 70% para un crédito en moneda nacional para la compra de segunda vivienda versus 90% en uno en moneda nacional para la compra de primera vivienda.

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

doce meses. En cuanto a los créditos hipotecarios, su nivel de dolarización aún es elevado, aunque se viene reduciendo sostenidamente (en los últimos meses, el flujo de créditos se otorga mayoritariamente en moneda nacional).

| Cuadro 1.20 | | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------------|--------------|
| CRÉDITO A HOGARES ^{1/} | | | | | | |
| (Millones de S/.) | | | | | | |
| | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Set.13 | Set.13/Set.12 | |
| | | | | | Flujo | Var.% |
| Total | 57 892 | 60 385 | 61 677 | 66 067 | 8 176 | 14,1 |
| % dolarización | 25,7% | 25,3% | 25,0% | 22,9% | | |
| Consumo | 33 787 | 34 922 | 35 266 | 37 380 | 3 592 | 10,6 |
| % dolarización | 9,2% | 9,3% | 9,5% | 9,0% | | |
| Hipotecario | 24 105 | 25 464 | 26 411 | 28 688 | 4 583 | 19,0 |
| % dolarización | 48,9% | 47,2% | 45,8% | 41,1% | | |
| En Moneda Nacional | 42 999 | 45 116 | 46 245 | 50 918 | 7 919 | 18,4 |
| Consumo | 30 675 | 31 671 | 31 925 | 34 016 | 3 341 | 10,9 |
| Hipotecario | 12 324 | 13 444 | 14 320 | 16 902 | 4 579 | 37,2 |
| En Moneda Extranjera ^{2/} | 14 893 | 15 270 | 15 432 | 15 149 | 256 | 1,7 |
| Consumo | 3 112 | 3 250 | 3 342 | 3 364 | 252 | 8,1 |
| Hipotecario | 11 781 | 12 019 | 12 090 | 11 785 | 4 | 0,0 |

1/ Incluyen los créditos de consumo del Banco de la Nación.
2/ Saldos estimados con tipo de cambio de setiembre de 2013.
Fuente: Balances de comprobación.

Ello responde en parte a las políticas de encaje del BCRP que, en lo que va del año 2013, elevó los requerimientos de encaje en moneda extranjera para aquellas entidades financieras con una mayor expansión de sus créditos otorgados en dólares. Sin embargo, los créditos a los hogares aún registran altos ratios de dolarización, por lo que es necesario evaluar constantemente su exposición al riesgo cambiario.





Recuadro 1 LA EXPOSICIÓN CAMBIARIA DE LOS HOGARES

Los hogares se encuentran expuestos al riesgo cambiario si sus obligaciones son en moneda extranjera y sus flujos de ingresos en moneda nacional. Ello, a su vez, expone a las entidades financieras que otorgan créditos a los hogares al riesgo cambiario crediticio (RCC), en la medida que depreciaciones abruptas del tipo de cambio incrementen la carga financiera de esos deudores, reduciendo su capacidad de pago, lo que podría deteriorar la calidad de estos créditos y afectar, en última instancia, la estabilidad del sistema financiero.

La exposición al RCC del sistema financiero con los hogares se refleja en los altos ratios de dolarización de los créditos hipotecarios y vehiculares, los que, a setiembre de 2013, registraron ratios de 41,1% y 76,9%, respectivamente²³. La exposición a este riesgo es más relevante para los deudores hipotecarios, debido al nivel de deuda comprometido y a los plazos de estos créditos, los que pueden llegar incluso a los 30 años. No obstante ello, la dolarización de los créditos hipotecarios se ha venido reduciendo, a diferencia de los créditos vehiculares que mantienen un ratio de dolarización por encima del 70% desde enero de 2012.

La preferencia de los hogares por el endeudamiento en moneda extranjera se ha visto motivada por la tendencia descendente del tipo de cambio en los últimos años, con lo cual los deudores percibieron un menor costo financiero por endeudarse en dólares en vez de nuevos soles, pues su cuota representaba un menor valor, en términos de nuevos soles, e incluso porque se les cobra una menor tasa de interés.

Cabe indicar que el riesgo cambiario en los hogares es más relevante que en las empresas de mayor tamaño, que también presentan altos ratios de dolarización de sus obligaciones, pues en estas últimas es más factible la realización de coberturas cambiarias, tanto por sus conocimientos como por su acceso al mercado de derivados. En cambio, los hogares no pueden administrar este riesgo, tanto por falta de conocimientos como por la ausencia de un mercado activo minorista de cobertura cambiaria. Por ello, es recomendable que las familias mantengan sus deudas en la misma moneda en la que perciben sus ingresos para evitar exponerse al riesgo cambiario.

Consideraciones de Política Prudencial

Frente a esta situación, se han venido implementando un conjunto de medidas prudenciales a fin que los créditos en moneda extranjera reflejen, de manera más adecuada, el nivel de riesgo que conllevan. Así, en noviembre de 2012, la SBS publicó modificaciones al Reglamento para el Requerimiento de Patrimonio Efectivo por Riesgo de Crédito, el cual elevó la ponderación para los créditos en dólares (de 2,5% a 8%) otorgados a individuos con ingresos en moneda nacional²⁴. Además, se incrementa el factor de ponderación para los créditos hipotecarios, el que, en función

23 En cambio, el ratio de dolarización del resto de créditos de consumo (que representan el 65,3% de los créditos a los hogares) es de 5%.

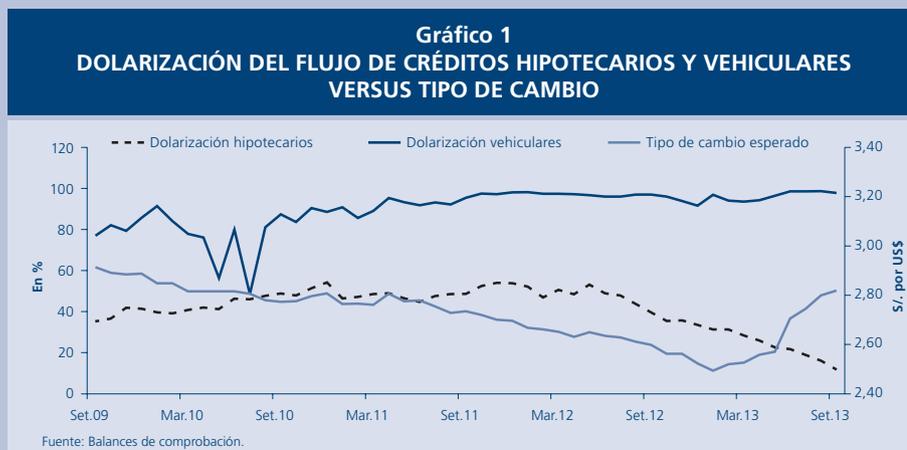
24 Por ejemplo, cuando un crédito hipotecario en moneda extranjera, con plazo a 20 años y tasa de interés fija, el factor de ponderación por riesgo de crédito pasa de 50% a 100% si el ratio *Loan-to-Value* (LTV) supera el 80% (en moneda nacional, este aumento en el factor de ponderación se aplica si el ratio LTV supera el 90%).

al plazo y modalidad de tasa de interés, es más exigente en moneda extranjera que en moneda nacional. Esta disposición se aplica a los créditos originados a partir del primero de enero de 2013.

Adicionalmente, en el mismo mes, la SBS publicó un proyecto de reglamento que propone una provisión genérica adicional por exposición al RCC. Este esquema reemplazaría al actual, que solamente considera este tipo de provisiones como una ‘penalidad’ para aquellas entidades que, a criterio de la SBS, no cumplen con evaluar adecuadamente el RCC. Sin embargo, esta disposición sigue en evaluación por parte de la SBS.

Por otra parte, el Banco Central ha modificado los requerimientos de encaje a fin de ayudar a disminuir la preferencia por el endeudamiento en moneda extranjera. Al respecto, en febrero de 2013, se elevaron los requerimientos de encaje en moneda extranjera (tasas de encaje adicionales de 0,75 puntos porcentuales y 1,5 puntos porcentuales) para las entidades financieras, cuyo crecimiento de sus créditos vehiculares e hipotecarios en dólares superen, a partir de febrero de 2013, determinados niveles (10% y 20%, respectivamente). Asimismo, en setiembre, se establecieron tasas de encaje adicionales para los créditos en dólares en general (excepto los de comercio exterior). Por ejemplo, si esos créditos superan en 15% el saldo registrado a setiembre de 2013, la tasa de encaje adicional aumenta en 5 puntos porcentuales.

Tras la implementación de las medidas mencionadas, se observó que el flujo de créditos hipotecarios se ha otorgado mayoritariamente en moneda nacional y este proceso se ha acelerado, lo cual se expresó en la reducción de la dolarización del flujo anual de dichos créditos (disminuyó de 34,7% a 14,6%, entre setiembre de 2012 y 2013). En cambio, los créditos vehiculares en dólares, a setiembre, crecieron en 20,6% en los últimos doce meses (versus 12,8% en nuevos soles), por lo que dichas medidas no han tenido mayor impacto en este segmento.



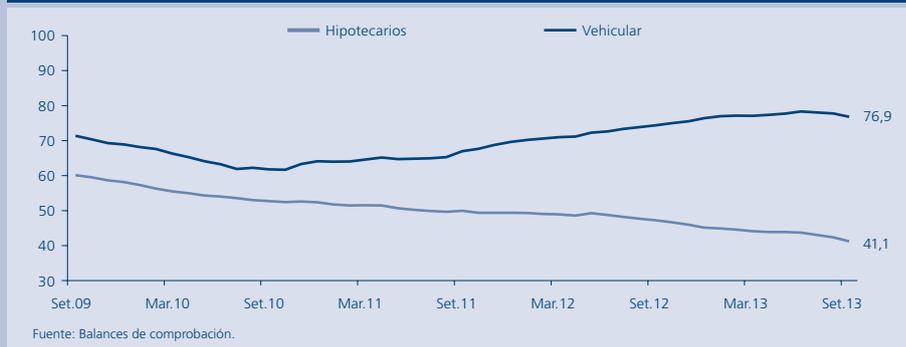
No obstante ello, la alta exposición cambiaria crediticia para los hogares persiste y se refleja en los elevados niveles de dolarización de los créditos hipotecarios y vehiculares, así como en el alto número de deudores comprometidos con estos créditos²⁵.

25 A setiembre de 2013, el número de clientes con deudas hipotecarias y vehiculares en dólares fue de 76,1 mil (38% del total) y 55,1 mil (73,7% del total), respectivamente.





Gráfico 2
RATIO DE DOLARIZACIÓN DEL SALDO DE LOS CRÉDITOS DEL SISTEMA FINANCIERO
(%)



Por ello, es necesario evaluar medidas complementarias que mitiguen la exposición cambiaria de las familias, tales como:

- Extender los requerimientos de patrimonio efectivo por riesgo de crédito a los créditos vehiculares en dólares, tanto a los nuevos desembolsos como al saldo vigente, en el mismo sentido que los establecidos para los créditos hipotecarios en dólares.
- Incrementar gradualmente la carga patrimonial por riesgo de crédito a los saldos vigentes de los créditos hipotecarios en moneda extranjera desembolsados antes del primero de enero de 2013. De esta manera, las entidades financieras tendrían incentivos para ofrecer a sus clientes la conversión de sus créditos en dólares a nuevos soles. Para ello, éstas tendrían que adecuar su fondeo o tomar las coberturas cambiarias pertinentes.
- Incorporar un seguro cambiario a los créditos en dólares otorgados por las entidades financieras a los individuos que generan ingresos en moneda nacional, de modo que estas entidades establezcan un cronograma de pagos en nuevos soles a sus clientes²⁶. Con ello, el riesgo cambiario sería internalizado por los deudores y administrado por las entidades financieras, que pueden realizar coberturas cambiarias. La internalización ocurre por el hecho que el costo de la deuda en dólares incluiría el costo de las coberturas cambiarias implícitas en esta operación.

Cabe indicar que la propuesta del seguro cambiario vendría acompañada con un crecimiento del mercado de derivados de monedas, por lo que sería necesario implementar medidas que favorezcan este desarrollo.

39. **En el último semestre, se mantuvo la relación directa entre las tasas de crecimiento del empleo y del nivel de deuda de los hogares.** En ese sentido, desde setiembre de 2011, persiste una tendencia decreciente en el ritmo de

26 Inclusive, esta medida podría ser extendida a las personas jurídicas que presentan descalce de monedas entre sus ingresos y obligaciones financieras.

expansión del crédito y el empleo. Un contexto como éste reforzaría las expectativas de los consumidores hacia un ritmo económico más moderado en el mediano plazo.



40. **A setiembre de 2013, el número de personas que tienen únicamente deuda de consumo representó la mayor parte de los deudores en el segmento de hogares (95,3%); aunque el monto de su deuda alcanzó el 51,2% de la deuda total de los hogares, por debajo de lo registrado en marzo de 2013 (52,6%).**

Cuadro 1.21
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE LOS HOGARES A SETIEMBRE DE 2013

| | Sólo hipotecario | Sólo consumo | Consumo e hipotecario | Total deuda de hogares |
|---------------------------------------|------------------|--------------|-----------------------|------------------------|
| Número de deudores | 68 267 | 4 107 901 | 134 089 | 4 310 257 |
| Saldo Deuda (millones de S/.) | 7 748 | 33 881 | 24 495 | 66 124 |
| Deuda Promedio (S/.) | 113 495 | 8 248 | 182 679 | 15 341 |
| Cartera Morosa (% Deuda) | 2,4 | 4,6 | 1,3 | 3,1 |
| CAR, Cartera de Alto Riesgo (% Deuda) | 3,8 | 8,5 | 3,1 | 5,9 |

Fuente: Reporte crediticio consolidado.

Las personas que cuentan únicamente con deuda hipotecaria representan el 1,6% de los deudores (nivel similar a setiembre de 2012), pero su deuda representa el 11,7% de la deuda total de los hogares (10,7% en setiembre de 2012). Por su parte y si bien las personas que tienen ambos tipos de créditos²⁷ representan el 3,1% del total de deudores, ellos concentran el 37% de la deuda total de los hogares a setiembre de 2013 versus 35,6% a setiembre de 2012 (aunque tanto su cartera de alto riesgo o CAR²⁸ como su cartera morosa son las más bajas).

27 Saldos a tipo de cambio corriente.

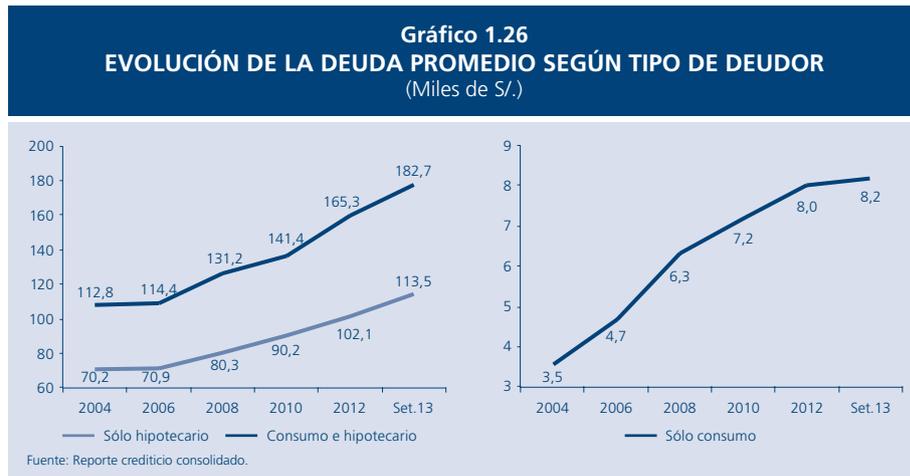
28 La cartera de alto riesgo (CAR) agrega los créditos de los deudores con clasificación de riesgo Deficiente, Dudoso y Pérdida.





41. **Destaca que los deudores que tienen únicamente créditos de consumo presentan los mayores niveles de CAR y de morosidad.** Este grupo de deudores registró un incremento de su ratio de cartera morosa en los últimos años (de 3,9% en diciembre de 2010 a 4,6% en setiembre de 2013); en cambio, en los deudores que solo tienen créditos hipotecarios, este ratio se mantuvo estable (alrededor de 2,4%) al igual que en los deudores con ambos tipos de crédito (1,3%).

Adicionalmente, entre diciembre de 2004 y setiembre de 2013, la deuda promedio de los clientes que tienen únicamente créditos de consumo creció a mayor ritmo (134%) que la de los otros dos grupos de deudores del sector hogares (cuya deuda promedio creció en alrededor de 62%).



42. **En el período marzo de 2013 – setiembre de 2013, el número de deudores del sector hogares creció a una tasa inferior al saldo de su deuda (3,5% y 9%, respectivamente).** Ello se reflejó en un mayor nivel de deuda promedio de los hogares (pasó de S/. 14 571 a S/.15 341).



43. **La cartera morosa como porcentaje del crédito total a los hogares se elevó ligeramente en el semestre marzo de 2013 - setiembre de 2013.** Así, los créditos vehiculares, los de libre disponibilidad y, en menor medida, los hipotecarios, registraron mayores niveles de morosidad

| Cuadro 1.22 | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| RATIO DE MOROSIDAD DE LOS HOGARES CON EL SISTEMA FINANCIERO | | | | |
| Morosidad (%) | Set.12 | Dic.12 | Mar.13 | Set.13 |
| Total Deuda Hogares | 3,1 | 2,9 | 3,0 | 3,1 |
| Moneda Nacional | 3,6 | 3,4 | 3,5 | 3,5 |
| Moneda Extranjera | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 1,7 |
| Consumo | 4,2 | 4,3 | 4,5 | 4,5 |
| Moneda Nacional | 4,3 | 4,5 | 4,7 | 4,7 |
| Moneda Extranjera | 2,4 | 2,5 | 2,6 | 2,8 |
| Tarjeta de Crédito | 5,1 | 5,4 | 5,7 | 5,5 |
| Moneda Nacional | 5,6 | 5,9 | 6,3 | 6,1 |
| Moneda Extranjera | 2,3 | 2,4 | 2,7 | 2,9 |
| Libre Disponibilidad | 3,6 | 3,7 | 3,8 | 3,9 |
| Moneda Nacional | 3,7 | 3,8 | 3,9 | 4,0 |
| Moneda Extranjera | 2,5 | 2,7 | 2,7 | 3,2 |
| Convenio | 1,9 | 1,9 | 2,0 | 2,0 |
| Moneda Nacional | 1,9 | 1,9 | 2,0 | 2,0 |
| Moneda Extranjera | 1,0 | 1,2 | 1,5 | 1,0 |
| Vehicular | 2,8 | 3,0 | 3,1 | 3,4 |
| Moneda Nacional | 5,9 | 6,6 | 7,0 | 7,2 |
| Moneda Extranjera | 1,7 | 1,9 | 1,9 | 2,3 |
| Hipotecario | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,3 |
| Moneda Nacional | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,3 |
| Moneda Extranjera | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,4 |

Fuente: Balances de comprobación.

Cabe indicar que las instituciones financieras realizan periódicamente castigos²⁹ de la cartera deteriorada de créditos de consumo, en busca de reducir su cartera morosa. A setiembre de 2013, el flujo de castigos acumulados en los últimos doce meses ascendió a S/. 1 877 millones (0,5% de las colocaciones en dicho segmento)³⁰.

A setiembre de 2013, el nivel más alto de morosidad en los créditos a hogares correspondió a la modalidad de tarjetas de crédito de consumo en moneda nacional (que representa el 92,7% del total de colocaciones con tarjeta de crédito)³¹. Se

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

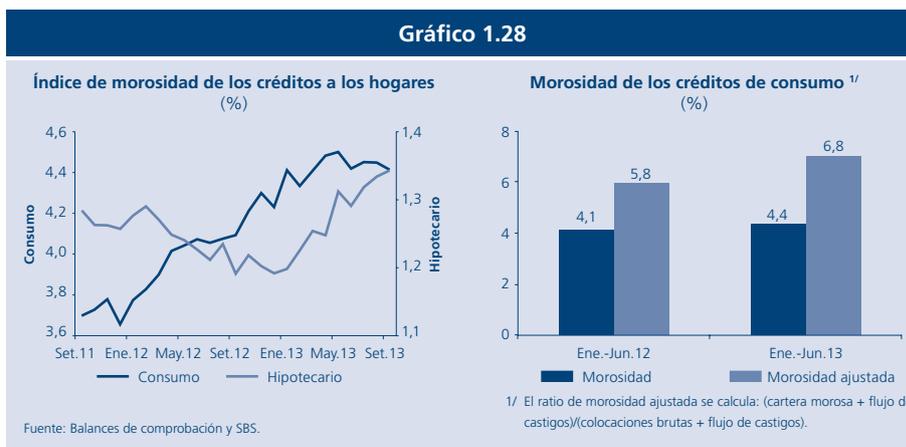
30 Última información disponible.

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

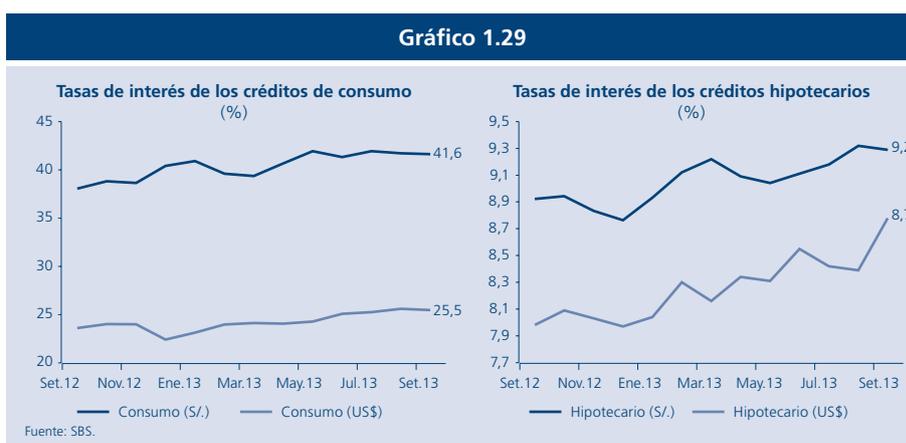




observa también incrementos en la morosidad de créditos vehiculares, tanto en moneda nacional como extranjera; y, en los créditos de libre disponibilidad, sobre todo en moneda extranjera, en un contexto de depreciación del Nuevo Sol observada en el último semestre.



44. **Las tasas de interés de los créditos de consumo e hipotecarios, en ambas monedas, se han venido incrementando en el último semestre.** Ello está en línea con la eliminación por parte de la SBS de ciertas comisiones aplicables a los productos financieros desde enero de 2013. El mayor incremento se registró en las tasas denominadas en moneda nacional. Por tipo de crédito, los mayores aumentos en las tasas se dieron en los créditos de consumo.



Recuadro 2 PRÁCTICAS INTERNACIONALES EN EL PROCESO DE RESOLUCIÓN BANCARIA

Una entidad financiera, por sus características, tiene una legislación especial que regula su funcionamiento como su proceso de salida del mercado. Entre esas características resaltan la provisión de servicios financieros y la consolidación de riesgos financieros, en un ambiente de información imperfecta³². La entidad financiera comparte estos riesgos con sus depositantes a través del capital invertido por sus accionistas.

Los problemas de solvencia en una entidad financiera pueden poner en serios riesgos su continuidad operativa. Más aun, la salida del mercado de una entidad financiera puede generar efectos externos negativos sobre la economía: altera la cantidad de dinero; genera situaciones de restricción crediticia; y afecta el nivel de riqueza y, por ende, el ahorro financiero. Asimismo, tiene efectos negativos sobre el funcionamiento del sistema de pagos y afecta el proceso mismo de asignación de recursos. Para minimizar estos efectos y prevenir el contagio, las autoridades deben cautelar que el proceso de salida de una entidad financiera en insolvencia sea ordenado, rápido y que genere los mínimos efectos externos posibles.

Aspectos Generales

El régimen de resolución bancaria es el conjunto de normas que precisa las alternativas que tiene la autoridad para enfrentar a una entidad financiera en problemas de continuidad. Este recuadro se centra en las decisiones inmersas en el proceso de resolución³³. El proceso de resolución debe preservar la estabilidad financiera y buscar que se mantenga la confianza del público en el sistema financiero, por lo que debe ser rápido, expeditivo y al menor costo posible, dando la protección legal adecuada a las autoridades.

El proceso de decisiones en una resolución bancaria (Grafico 1) tiene los siguientes pasos:

- i. La determinación que una entidad está en problemas (en posibilidades de entrar en dificultades). El objetivo es limitar el deterioro y actuar antes que el patrimonio alcance niveles de insuficiencia. En esta etapa, la supervisión debe ser intensiva, buscando identificar los problemas existentes y su gravedad. Las autoridades solicitan la realización de medidas de corrección.

32 Las entidades financieras administran el riesgo de crédito (probabilidad de pérdida en caso el deudor postergue el pago de sus deudas o no las pague); el riesgo de liquidez (probabilidad de pérdida ante la incapacidad de hacer frente a sus obligaciones); y el riesgo de mercado (probabilidad de pérdida por variaciones en las condiciones de los mercados).

33 El *Financial Stability Board* (octubre 2011) señala una serie de atribuciones que el régimen de resolución debe cumplir, entre ellas, que exista un grupo de gestión de crisis, que la legislación precise las autoridades a cargo del proceso y que ellas cumplan efectivamente con su labor y que las entidades de importancia sistémica estén adecuadamente identificadas (ver Recuadro 10 "Atributos Claves en Regímenes de Resolución de Entidades Financieras", en el Reporte de Estabilidad Financiera de Mayo de 2012).





- ii. Implementación de las medidas de acción preventiva (PCA, *Prompt Corrective Actions*)³⁴. Las medidas más usuales son: restricción en el crecimiento de la entidad (en captación, oficinas, personal, nuevas líneas de negocio, crecimiento de activos); suspensión de programas de distribución de dividendos; solicitud de capitalización; y, solicitud de remoción de funcionarios.

Los indicadores usados para implementar las PCA provienen de una mezcla de los indicadores de suficiencia patrimonial con los indicadores usuales de análisis de riesgo y de mecanismos de supervisión extra situ individuales (tales como los indicadores CAMEL y de gestión de riesgos) y el uso de indicadores de alerta temprana para un problema sistémico.

- iii. Intervención de la entidad. Las autoridades se preparan para el siguiente paso (reestructuración o liquidación), buscando una solución privada (incrementos de capital por los accionistas, *downsizing*, fusión con una entidad más sólida, etc.).

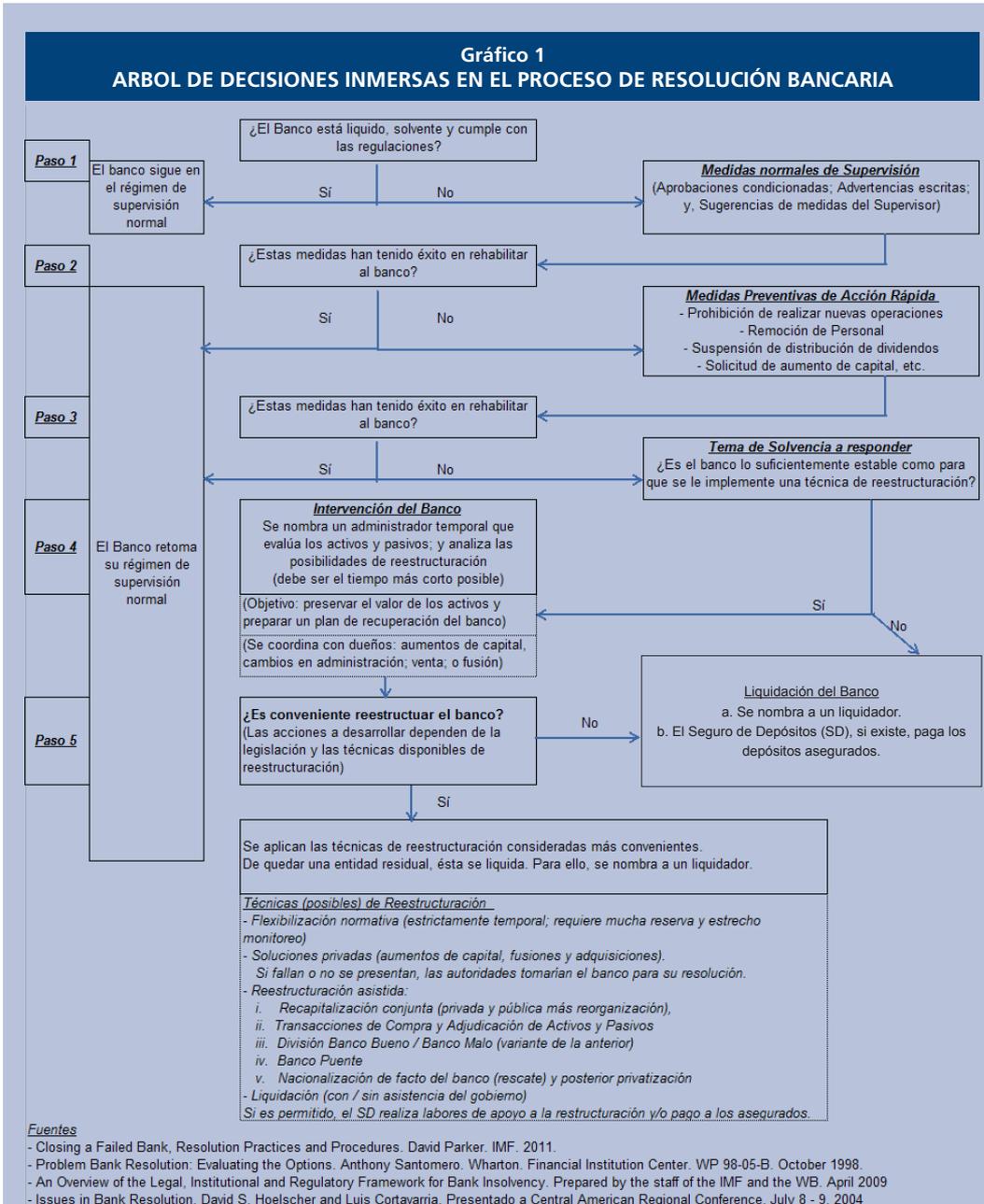
Para ello, se debe realizar un diagnóstico del estado del banco, la valorización de los activos y la determinación del valor del patrimonio real de la entidad así como de su nivel de liquidez. La duración de este proceso dependerá de las acciones que las autoridades hayan realizado en los pasos previos a la intervención.

El proceso de intervención debe ser corto, no más de unos días y, en la medida de lo posible, un fin de semana. Si la realización del diagnóstico es lenta, las autoridades corren el riesgo de que el proceso de intervención sea largo y que el período de administración temporal se prolongue más allá de lo prudencial. En esa situación, las autoridades corren el riesgo de que se les culpe por el eventual deterioro de valor de los activos de la entidad intervenida, pudiendo incluso enfrentar demandas civiles y hasta penales.

En la etapa de intervención se debe también evaluar los costos asociados a las opciones de resolución. Es también aconsejable que se inicien las coordinaciones con el seguro de depósitos, en caso exista, para que tome nota de la contingencia y se prepare en caso deba actuar en lo que le corresponda.

- iv. Reestructuración o liquidación. En esta etapa se evalúan las técnicas de reestructuración disponibles; y, si resulta inevitable, se efectúa el proceso de liquidación, en donde el seguro de depósitos, en caso exista, deberá asumir el costo de pagar los depósitos asegurados.

34 Estas medidas fueron introducidas en 1991, en los Estados Unidos de América, para que el FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) pudiera actuar de manera preventiva, antes que la entidad ingrese en serios problemas de solvencia patrimonial y de liquidez.



Acciones del Estado

Los diversos estudios sobre crisis financieras sugieren que la acción estatal se debe dirigir a resolver los problemas de solvencia y de rentabilidad de las entidades afectadas, utilizando mecanismos de mercado y asegurándose que el apoyo estatal sea sólo transitorio. Cabe mencionar que se recomienda también la firma de acuerdos con los banqueros para poder probar ante un tribunal eventuales incumplimientos de compromisos. Estos mecanismos son de tres tipos:





- i. Financieros: estas medidas son de apoyo temporal (para problemas de falta de liquidez) o de apoyo estructural (para problemas de solvencia). Estas medidas mejoran los indicadores financieros e implican transferencias directas de recursos a favor de las entidades financieras.
 - Apoyo de liquidez del Banco Central, para entidades con problemas coyunturales de liquidez (no de solvencia). Deben ser colateralizados y otorgados a tasas de penalidad.
 - Garantías del Estado a los depósitos y eventual apoyo al esquema de seguro de depósitos, para enfrentar “corrida” de depósitos.
 - Apoyo reembolsable del Estado: apoyo transitorio (bonos, préstamos, transferencia de depósitos públicos hacia los bancos débiles, etc.) o estructural (canje de cartera atrasada por bonos públicos).
 - Inyección de capital privado (incluye emisión de bonos) ó público (asumiendo obligaciones de manejo corporativo), solicitados por el supervisor, quién asume la responsabilidad del proceso.
- ii. Operacionales: comprenden medidas referidas al manejo corporativo de la entidad y buscan mejorar su eficiencia y rentabilidad, a través de la recuperación de competitividad. Entre éstas, resaltan:
 - Mejoras en manejo corporativo, a través de una nueva administración con un *staff* más eficiente.
 - Facilitar la entrada de bancos extranjeros de buena reputación.
- iii. Estructurales: estas medidas están orientadas al redimensionamiento del sector financiero para restablecer su competitividad.
 - Cierre o liquidación.
 - Procesos de fusión y redimensionamiento para buscar eficiencias y economías de escala.
 - Manejo de activos y reestructuración de deudas corporativas.
 - Privatización.

Técnicas de Reestructuración

Las técnicas de reestructuración más comunes son:

- i. Transacciones de Compra y Adjudicación de Activos y Pasivos; División entre Banco Bueno (BB) / Banco Malo (BM); Venta y Fusión.

En esta técnica, una tercera entidad asume los activos de la entidad en problemas, sea en la forma de un pool o de unidades de negocios en marcha o de activos específicos, y asume pasivos por un monto equivalente a los activos transferidos. Si se transfieren todos los activos y pasivos, estaríamos ante una venta.

Si la transferencia fuera en bloques, estaríamos en la alternativa de Banco Bueno, que concentra la parte viable de la entidad, y Banco Malo. La idea de esta división es que el BB siga operando, siendo factible que capte nuevos capitales de manera más rápida y menos

costosa. Un problema de esta división radica en seleccionar los pasivos que se asignen al BB, pues ello implica decidir quienes asumen las pérdidas. El BM administra los activos y pasivos remanentes o no transferidos; en donde el interventor nombrado por las autoridades queda como responsable de su correcta administración.

Usualmente, se otorga una garantía temporal por los activos transferidos (para enfrentar diferencias en valorización, al momento del traspaso de los activos)³⁵. Por ello, un aspecto central está en la correcta valorización de los activos (entendiendo que las autoridades quieren vender al valor más alto y los compradores quieren comprar al valor más bajo). Asimismo, resulta también relevante que se tengan reglas legales y regulatorias claras para la transferencia de los pasivos y de los depósitos (de tipo prorrata o del tipo lineal así como el orden de preferencia en dicha exclusión).

Estas alternativas son más difíciles de implementar en épocas de caída de la actividad económica (por el efecto negativo en el valor económico de los activos) y cuando el sistema financiero muestra una situación de debilidad, por la posible ausencia de interesados (salvo que ingresen inversionistas extranjeros).

ii. Banco Puente

Sobre la base del banco en problemas, se constituye un Banco Puente con licencia de funcionamiento y con administración por parte de las autoridades. Este banco agrupa los activos generadores de ingresos y recibe pasivos por un monto equivalente. La otra parte del banco, conformada por los activos no generadores de ingresos y los pasivos restantes, pasa a ser liquidada. Como en el caso del banco bueno / banco malo, el criterio de asignación de los depósitos y demás pasivos al banco puente debe ser transparente.

El Banco Puente es una solución temporal, por lo que debe ser administrado de manera conservadora, buscando mantener el valor de la entidad. Las claves para el éxito de este banco puente es tener un marco legal adecuado que facilite su funcionamiento de forma transparente y estable; y que la transferencia al sector privado se realice de la manera más rápida posible.

Entre los problemas centrales están: (a) el retraso de la venta del banco puente, lo que atenta contra el valor de la entidad; (b) la medición errada de las brechas de capital y de liquidez; y (c) que no se consideren todos los contingentes existentes. Es importante tener presente que de no afrontarse apropiadamente estos problemas, el banco puente puede generar una continua demanda de recursos. Asimismo, la permanencia del banco puede representar una fuente de riesgo moral en tanto su existencia tienda a perpetuarse, dado que cuenta con la garantía pública implícita.

35 La forma en que esta garantía ocurre está también en función del esquema que se utilice en la transferencia de los activos, sea ésta de manera individual o en la forma de un pool. En este último caso, se forma un fideicomiso que emite certificados de participación. La garantía pública puede provenir como una porción de los activos que se transfieren o a través de la adquisición de certificados de participación del fideicomiso de inferior prioridad que los entregados a la entidad adquirente.





iii. Flexibilización normativa prudencial (*forbearance*)

Bajo esta modalidad, se permite que la entidad en problemas cumpla progresivamente con los límites prudenciales vigentes. Esta técnica es cada vez menos utilizada por su elevado riesgo moral, ya que puede generar incentivos para que la entidad retrase la búsqueda de una solución definitiva de sus problemas, distorsionando las prácticas competitivas prevalecientes en el mercado. El *forbearance* debe ser utilizado de forma excepcional y temporal, con estricto monitoreo y transparencia; y, sólo en casos vinculados a situaciones sistémicas. Un uso reciente de esta técnica fue en la crisis financiera de 2008, cuando se permitió que los activos financieros no fueran valorados a precios de mercado durante varios meses.

Como señalan Dziobek y Pazarbasioglu (1997)³⁶, las técnicas más exitosas en mejorar la posición financiera y de solvencia de una entidad en crisis son las que están dirigidas a mejorar el balance³⁷. Landier y Ueda (2009)³⁸ afirman que, considerando que el objetivo del proceso de restructuración es minimizar la probabilidad de quiebra (*default*) de un banco con un mínimo costo fiscal, es posible que:

- En principio, la restructuración puede llevarse a cabo sin recursos del contribuyente.
- Si los contratos de deuda con los principales acreedores de la entidad en crisis (por ejemplo, los grandes depositantes o los tenedores de bonos) no pueden ser renegociados³⁹, los recursos del contribuyente serán necesarios, pero el costo dependerá de la técnica de restructuración utilizada;
- La técnica de restructuración de la entidad en crisis deberá implicar acciones por el lado de sus activos y de sus pasivos, teniendo en consideración las condiciones del mercado como la organización competitiva y operacional del sistema.

El BIS (2004) y Dziobek y Pazarbasioglu (1997) concluyen que, “las políticas de mejores resultados para restaurar la fortaleza del sistema bancario y su rol de intermediación ocurrieron cuando: (i) los países afrontaron la crisis lo más temprano posible, (ii) la facilidad de prestamista de última instancia estuvo severamente limitada, (iii) se permitió la salida de entidades del sistema, y (iv) los dueños y los administradores tuvieron los incentivos adecuados”.

36 Dziobek, Claudia y Ceyla Pazarbasioglu “Lessons from Systemic Bank Restructuring: A Survey of 24 Countries”, IMF, working paper WP 97/161. 1997.

37 El balance de una entidad puede ser mejorado a través de la inyección de capital, provisión de recursos líquidos estables, el desarrollo de programas de canje (*swap*) de bonos por malos créditos. En cambio, la mejora en la posición de ingresos y gastos son más complicadas y complejas porque requieren también de restructuración operacional.

38 Landier, Augustin and Kenichi Ueda, “The Economics of Bank Restructuring: Understanding the Options”, IMF Staff Position Note, SPN/09/12, June 2009. Los autores realizan su análisis para el caso de los bancos sistémicamente importantes.

39 La idea es que los acreedores del banco asuman parte de las pérdidas (proceso de *bail in*). Los autores señalan que el *swap* deuda – acciones es la técnica óptima.

Recuadro 3 LECCIONES DE LA CRISIS FINANCIERA ESPAÑOLA

En los últimos años, el sistema financiero español ha afrontado un proceso de reestructuración y saneamiento de sus activos, al verse afectado por la recesión observada en la economía de ese país⁴⁰. Así, entre 2008 y agosto de 2013, el ratio de morosidad en el sistema financiero pasó de 1% a 11,4%, principalmente por el deterioro de sus créditos al sector construcción y promoción inmobiliaria (morosidad de más del 20%)⁴¹.

Por grupo de entidades, las cajas de ahorro registraron los mayores deterioros en sus indicadores financieros, principalmente por su alta exposición al sector inmobiliario. El principal factor de riesgo en dichas entidades fue la estructura de su gobierno corporativo, cuyas severas limitaciones finalmente afectaron su solvencia. Una de ellas fue su dificultad para captar capital, pues sus únicos accionistas (los gobiernos locales) se mostraron reticentes a ceder participación en los órganos de gobierno a inversionistas privados, a cambio de capital. Por ende, el crecimiento de su patrimonio se limitó a la capitalización de utilidades, considerando que un porcentaje de dichas utilidades era destinado a fines sociales. A ello, se añadían los conflictos de intereses presentes en sus instancias de gobierno como de supervisión y control, por efecto de administraciones politizadas⁴². Todo ello menoscabó seriamente su capacidad de gestión de riesgos.

Tras la crisis financiera internacional y sus efectos sobre la economía española (problemas de sostenibilidad fiscal y generación de una burbuja hipotecaria), se implementaron diversas medidas para fortalecer el sector financiero en general y las Cajas de Ahorro en particular. El proceso de reestructuración e integración emprendido por las cajas ha contado con apoyo financiero del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)⁴³ y se ha materializado a través de la creación de Sistemas Institucionales de Protección (SIP). Como resultado de las medidas mencionadas, ocurrió la integración de las cajas de ahorro, cuyo número pasó de 45 en el año 2009 a 18 en diciembre de 2010.

Las medidas implementadas inicialmente tuvieron como objetivo preservar el modelo de negocio de las cajas de ahorro, a través de la capitalización de las cajas (se les facultó la emisión de títulos que tuvieran derechos de voto en sus órganos de gobierno, hasta un monto equivalente al 50% de su patrimonio) y la profesionalización de sus órganos de gobierno (mayores requerimientos a las gerencias). Asimismo, se diseñó un modelo organizativo de las cajas que les permita mantener su régimen jurídico. Así, las cajas se transforman en fundaciones de carácter social, manteniendo su estructura de gobierno corporativo, mientras que transfieren su negocio financiero a un banco. A abril de 2013, todas las cajas de ahorros, excepto dos⁴⁴, realizan su actividad financiera a través de 10 bancos.

40 Ello se reflejó en un rápido aumento del desempleo, de 8,6% en 2007 a 26% en junio de 2013.

41 El hecho que las viviendas se constituyeran como colateral contribuyó a que el aumento en la morosidad de los créditos hipotecarios fuera menor, debido a que los bancos se adjudicaron la mayoría de estos inmuebles y los mantuvieron a valor contable en sus balances.

42 La estructura de los órganos de gobierno de las cajas comprende a la Asamblea General (conformada por representantes del gobierno regional, de los clientes, de los empleados, entre otros) que, a su vez, designa el Consejo de Administración y la Comisión de Control.

43 Sus dos objetivos iniciales fueron intervenir las entidades con problemas de solvencia y promover la integración de las entidades poco eficientes.

44 Las cajas de ahorro Caixa Pollença y Caixa Ontinyent, que están circunscritas al ámbito local donde se constituyeron, mantienen su negocio financiero.





No obstante ello y tras la posterior agudización de la crisis de deuda en la Zona Euro, el gobierno español asumió el compromiso con las autoridades europeas de definir el régimen jurídico de las cajas de ahorro que mantienen su actividad financiera y de las fundaciones (anteriormente cajas de ahorro) que en la actualidad ejercen control directo o indirecto en los bancos, por su significativa participación accionaria. Así, en junio de 2013, el Ejecutivo aprobó un proyecto de ley⁴⁵ que busca:

- a) Modificar el régimen de las cajas de ahorro que aún mantienen su negocio financiero, para limitar su tamaño y evitar que adquieran un carácter sistémico. Para ello, el proyecto propone limitar su tamaño y el alcance de sus operaciones, captando depósitos y otorgando créditos en el ámbito de su Comunidad Autónoma o provincias limítrofes.

Por otra parte, el proyecto de ley también aborda el gobierno corporativo, a fin de evitar el control político sobre las cajas. Por ejemplo, se eleva los requisitos para la administración de la caja, limitando el ejercicio del cargo a los políticos, sindicatos y asociaciones profesionales. En cuanto a la composición de la Asamblea General, se propone reducir la participación de las Administraciones Públicas, del nivel actual de 40% a 25%.

Cabe indicar que si una caja supera los € 10 mil millones en activos o el 35% de los depósitos de su región, deberá transformarse en “fundación bancaria” y traspasar su negocio financiero a una entidad financiera.

- b) Limitar la influencia de las fundaciones sobre los bancos. Para ello, el proyecto propone la transformación a “fundaciones bancarias” de todas las fundaciones que tengan el 10% o más de las acciones (o los derechos de voto, que le permitan nombrar o destituir a algún miembro de su órgano de administración) de una entidad financiera.

La finalidad de estas fundaciones será desarrollar su obra social, pero con restricciones en su control sobre los bancos en función del nivel de participación. Por ejemplo, si la participación fuera mayor al 30%, la fundación deberá acordar con el banco un protocolo de gestión que regule la relación entre ambos y presentar anualmente un plan financiero mediante el cual pueda hacer frente a las posibles necesidades de capital del banco. Cabe indicar que estas fundaciones estarán supervisadas por el Banco de España, a fin de establecer el control de la influencia de la misma sobre el banco (incluyendo los posibles conflictos de interés) y garantizar la atención de las necesidades de capitalización del banco por parte de la fundación.

La experiencia del sistema de Cajas de Ahorro de España brinda una serie de lecciones para la regulación y supervisión a nivel individual y grupal de las entidades financieras con el objeto de preservar la estabilidad financiera. En ese sentido, un buen gobierno corporativo debe proporcionar los incentivos adecuados para que los riesgos se identifiquen y administren de manera apropiada. Por ello, los cambios normativos efectuados en el sistema español, orientados a que la elección de los órganos de gobierno de las cajas refleje permanentemente la estructura accionaria de la entidad, permiten ampliar sus opciones de capitalización y, con ello, la incorporación de socios estratégicos.

45 Proyecto de Ley de cajas de ahorros y fundaciones bancarias (N° 121/000049), que está pendiente de su ratificación por el Poder Legislativo.

II. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DIRECTA

II.1 Oferta Primaria

45. En los tres primeros trimestres de 2013, las entidades financieras y las empresas corporativas no financieras han aumentado sus emisiones de instrumentos financieros en el mercado de capitales local.

Si bien el monto emitido en el mercado de capitales local se ha incrementado en los últimos 3 años a tasas de crecimiento anual entre 15% y 17%; el monto emitido total, el número de emisiones de instrumentos de deuda y el número de emisores por año se ubican por debajo de los máximos alcanzados en el año 2007. Ello es producto de que las empresas corporativas de mayor tamaño han encontrado en el mercado de capitales internacional una alternativa para realizar sus emisiones de instrumentos de deuda.

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

| Año | Monto emitido (Millones de S/.) | Variación porcentual ^{1/} | Número de emisiones | Número de emisores |
|------------|------------------------------------|---------------------------------------|------------------------|-----------------------|
| 2006 | 5 120 | | 176 | 41 |
| 2007 | 5 199 | 2% | 175 | 56 |
| 2008 | 4 050 | -22% | 118 | 39 |
| 2009 | 5 117 | 26% | 135 | 37 |
| 2010 | 3 487 | -32% | 95 | 39 |
| 2011 | 4 074 | 17% | 100 | 31 |
| 2012 | 4 673 | 15% | 87 | 31 |
| 2013 al 3T | 3 353 | 15% | 66 | 28 |

^{1/} La variación porcentual se mide respecto al año anterior. En el caso de 2013, se comparan los tres primeros trimestres de ese año respecto a los tres primeros trimestres de 2012.

Fuente: SMV - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

Entre abril y setiembre de 2013, destacaron las siguientes emisiones locales:



**Cuadro 2.2**
PRINCIPALES EMISORES DE INSTRUMENTOS DE DEUDA ENTRE ABRIL Y SETIEMBRE 2013

| Emisor | Instrumento | Moneda | Monto (Millones) | Plazo | Tasa |
|---|----------------------|--------------|------------------|----------|------------------------|
| Hunt Oil Company of Peru | Bonos titulizados | Dólares | 173,6 | 10 años | Libor 180 días + 3,13% |
| | Bonos titulizados | Dólares | 50 | 5 años | 4,44% |
| Abengoa Transmisión Norte ^{1/} | Bonos titulizados | Dólares | 15 | 5 años | 3,84% |
| | Bonos titulizados | Dólares | 50 | 15 años | 6,16% |
| | Bonos titulizados | Dólares | 45 | 26 años | 7,53% |
| Banco de Crédito | C.D.N. ^{2/} | Nuevos soles | 100 | 90 días | 3,95% |
| | C.D.N. | Nuevos soles | 100 | 120 días | 4,30% |
| Banco Financiero | B.A.F. ^{3/} | Dólares | 18,1 | 5 años | 4,84% |
| | B.A.F. | Dólares | 8 | 5 años | 5,00% |
| | Bonos corporativos | Nuevos soles | 70 | 13 años | 6,90% |
| | Bonos subordinados | Nuevos soles | 25 | 25 años | 8,50% |
| COFIDE | Bonos corporativos | Nuevos soles | 100 | 30 años | 5,35% |
| Edelnor | Bonos corporativos | Nuevos soles | 50 | 7 años | 6,75% |
| | Bonos corporativos | Nuevos soles | 35,5 | 25 años | 7,28% |
| C.C. Mall Aventura Plaza Bellavista | Bonos titulizados | Nuevos soles | 84,3 | 12 años | 7,38% |

^{1/} Empresa de transmisión de energía eléctrica.
^{2/} Certificados de depósitos negociables.
^{3/} Bonos de arrendamiento financiero.
Fuente: SMV - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

46. En el año 2013, se observa que el crecimiento del monto emitido en el mercado de capitales local vino acompañado con el ingreso de nuevos emisores.

Así, se contabilizaron seis nuevos emisores: Andino Investment Holding y Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar⁴⁶ colocaron papeles comerciales; CMAC Huancayo emitió certificados de depósitos negociables; Abengoa Transmisión Norte y el Centro Comercial Mall Aventura Plaza Bellavista emitieron bonos titulizados; y, Gerencia Inmobiliaria Edifica colocó bonos convertibles.

Cabe indicar que, desde el año 2002, 65 empresas han ingresado como nuevos emisores de instrumentos de deuda en el mercado de capitales local. Los años que registraron una mayor cantidad de nuevos emisores fueron 2005 y 2010 (10 emisores), 2006 (9 emisores) y 2007 (8 emisores).

46 Realizó sus emisiones a través del Mercado Alternativo de Valores, constituyéndose en el primer emisor de este nuevo segmento del mercado.

| Cuadro 2.3 NUEVOS EMISORES DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN EL MERCADO DE CAPITALES | | |
|---|--|--|
| 2002 | 2006 | 2010 |
| 1. Southern Cone Power Perú 2. Palmas del Espino | 1. Corporación Andina de Fomento 2. Telefónica Móviles 3. Minera Yanacocha 4. Pluspetrol Camisea | 1. Cementos Andino 2. Titulizadora Peruana 3. HSBC Bank Perú 4. Rash Perú |
| 2003 | 5. Citibank del Perú 6. Municipalidad de Lima Metropolitana 7. Tiendas EFE 8. Leasing Total 9. Concesionaria Transvase Olmos* | 5. Inmuebles Comerciales 6. Pluspetrol Lote 56 7. CMAC Arequipa 8. Montana S.A. 9. Financiera TFC S.A. 10. CrediScotia Financiera |
| 2004 | | 2011 |
| 1. Aguaytía Energy Group 2. Creditex 3. Transportadora de Gas del Perú 4. Pluspetrol Norte 5. Compañía Minera Atacocha 6. Supermercados Peruanos | 2007 | 1. C.C. Mall Aventura Plaza Trujillo 2. Financiera Efectiva 3. Pacífico Seguros 4. Hipermercados Tottus |
| 2005 | 1. Corporación Aceros Arequipa 2. Metalpren 3. Zinc Industrias Nacionales 4. Compañía Industrial Nuevo Mundo 5. Edpyme Edyficar 6. Enersur 7. Inmuebles Panamericana 8. Centro Comercial La Marina* | 2012 |
| 1. Refinería La Pampilla 2. Pesquera Exalmar 3. Corporación Miski 4. Nissan Maquinarias 5. Minera Barrick Misquichilca 6. Cineplex 7. Universidad San Martín de Porres 8. Emp. de Generación Eléctrica Cahua 9. Drokasa 10. Hunt Oil Company of Perú | 2008 | 1. Banco de Comercio 2. CMAC Sullana 3. H 2 Olmos 4. San Fernando |
| | 1. Corporación Lindley | 2013 |
| | 2009 | 1. Andino Investment Holding 2. CMAC Huancayo 3. Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar 4. Gerencia Inmobiliaria Edifica 5. Abengoa Transmisión Norte 6. C.C. Mall Aventura Plaza Bellavista |
| | 1. Kallpa Generación 2. Perú LNG | |

* Emitidos bajo oferta privada.
Fuente: SMV.

47. Un hecho resaltante observado en los últimos años es que un mayor número de entidades del sistema financiero, principalmente no bancarias, viene utilizando el mercado de capitales local como una fuente de fondeo adicional.

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

De este modo, CMAC Arequipa, CMAC Sullana y CMAC Huancayo han ingresado en los últimos años al mercado de capitales y vienen emitiendo certificados de depósitos negociables. Por su parte, Banco Falabella, Banco Ripley y Financiera Efectiva han pasado de emitir certificados de depósitos negociables a emitir bonos corporativos. De igual modo, Crediscotia Financiera y Financiera Edyficar han pasado de emitir certificados de depósitos negociables a colocar bonos corporativos y, posteriormente, bonos subordinados. Finalmente, Banco de Comercio ingresó al mercado de capitales en 2012, colocando bonos subordinados.





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

Por otro lado, los cuatro bancos más grandes del sistema financiero, que tradicionalmente han estado entre los mayores emisores del mercado de capitales local, vienen realizando sus emisiones de bonos corporativos y subordinados, principalmente, en el mercado internacional.

48. Las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño tienen como fuente de financiamiento adicional las emisiones de instrumentos de deuda en el mercado de capitales internacional.

El acceso al financiamiento para las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño en el mercado de capitales internacional se ha visto favorecido por la obtención del grado de inversión y por los sólidos fundamentos macroeconómicos del Perú. Las emisiones internacionales de las empresas peruanas (entidades financieras más empresas corporativas no financieras) han registrado un importante incremento en los años 2012 y 2013⁴⁷. De acuerdo a datos recopilados por el Banco Internacional de Pagos, el saldo de los valores emitidos por las empresas peruanas en el mercado internacional ha pasado de US\$ 7,4 mil millones en diciembre de 2011 a US\$ 17,5 mil millones en junio de 2013.

Cabe mencionar que el mayor dinamismo de las emisiones de las empresas peruanas en el mercado internacional ocurre en un contexto de incremento de las emisiones internacionales por parte de las principales empresas de los países emergentes. Así, el saldo de títulos de deuda emitidos en el mercado internacional por las empresas de países como Brasil, Chile, Colombia y México también ha mostrado un importante crecimiento.

| Cuadro 2.4 | | | | | | | | | |
|--|---------------------------|--------|--------|--|--------|--------|------------------------------------|--------|--------|
| SALDO DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES | | | | | | | | | |
| (Miles de millones de US\$) | | | | | | | | | |
| País | Entidades financieras (1) | | | Empresas corporativas no financieras ^{1/} (2) | | | Total Saldo de emisiones (1) + (2) | | |
| | Dic.11 | Dic.12 | Jun.13 | Dic.11 | Dic.12 | Jun.13 | Dic.11 | Dic.12 | Jun.13 |
| Argentina | 3,3 | 2,8 | 2,8 | 5,6 | 5,0 | 4,9 | 8,9 | 7,8 | 7,7 |
| Brasil | 54,2 | 59,0 | 58,9 | 31,6 | 39,9 | 41,4 | 85,8 | 98,9 | 100,3 |
| Chile | 5,8 | 8,5 | 11,7 | 16,9 | 20,0 | 21,9 | 22,7 | 28,5 | 33,6 |
| Colombia | 3,4 | 5,4 | 6,7 | 4,5 | 6,9 | 7,1 | 7,9 | 12,3 | 13,8 |
| México | 11,4 | 15,8 | 15,7 | 54,3 | 73,2 | 81,8 | 65,7 | 89,0 | 97,5 |
| Perú | 5,4 | 8,2 | 9,9 | 2,0 | 4,2 | 7,6 | 7,4 | 12,4 | 17,5 |
| Venezuela | 1,3 | 1,1 | 1,1 | 22,0 | 22,0 | 22,0 | 23,3 | 23,1 | 23,1 |

^{1/} Incluye empresas estatales como PDVSA.
Fuente: BIS.

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

- 49. Las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño realizan emisiones en el exterior debido a que pueden acceder a financiamiento por montos superiores a los que obtendrían en el mercado local.** La mayor cantidad y diversidad de inversionistas que, por razones operativas y regulatorias, adquieren los instrumentos emitidos es otra de las ventajas para preferir financiarse en el exterior. Igualmente, hasta abril de 2013, emitir en el mercado internacional era atractivo por el menor costo de fondeo obtenido en comparación a las emisiones locales o al financiamiento bancario.

Las emisiones internacionales de las empresas corporativas no financieras han servido tanto para la sustitución de pasivos (por ejemplo, alargando los plazos de vencimiento) como para el financiamiento de los proyectos de inversión en cartera de las empresas para los próximos años.

Desde mayo de 2013, se ha frenado el ritmo de emisiones de bonos de las empresas corporativas peruanas en el mercado internacional, ante la mayor volatilidad de los mercados financieros por la incertidumbre asociada a la política monetaria de la FED. Luego del gran dinamismo del número de emisiones y del monto emitido en el mercado internacional registrado entre enero y abril de 2013⁴⁸, solo se registró una emisión entre mayo y setiembre de 2013 (Inkia Energy colocó bonos corporativos por US\$ 150 millones).

- 50. El menor número de emisiones se debió al entorno de mayores tasas de interés observado a nivel global en los últimos meses, ante la probabilidad del retiro del estímulo monetario de la FED.** Así, los rendimientos en el mercado secundario de los bonos emitidos en el exterior por las empresas peruanas han aumentado entre 150 y 200 puntos básicos⁴⁹.

Asimismo, las empresas han evitado tomar deuda en el mercado internacional con el fin de evitar el riesgo cambiario, dada la tendencia depreciatoria del Nuevo Sol registrada entre abril y setiembre de 2013, por la situación de incertidumbre en los mercados internacionales.

48 Las emisiones internacionales ascendieron a US\$ 5 741 millones en los primeros cuatro meses del año. En este período, las entidades financieras y las empresas corporativas no financieras aprovecharon el entorno de amplia liquidez global y de reducidos rendimientos de los principales activos globales de renta fija (por ejemplo, de los *US Treasuries*).

49 Los comentarios de la FED en mayo y junio de 2013 que estaría próxima a empezar a retirar gradualmente su programa de estímulo monetario, conocido como QE3, afectó los flujos de capital hacia los activos de países emergentes. Así, se produjo una pérdida de valor en los precios de estos activos: monedas, deuda soberana, bonos corporativos, acciones, etc.





Cuadro 2.5
COLOCACIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN EL EXTRANJERO
(Enero - Setiembre 2013)

| Emisor | Tipo | Fecha Colocación | Monto emitido (Mill. de US\$) | Plazo | Tasa | Calificación |
|---|--------------------|------------------|-------------------------------|----------|-------|------------------|
| Copeinca ASA | Senior Notes | 11-ene-13 | 75 | 4 años | 9,00% | B+ |
| BBVA Banco Continental | Senior Notes | 22-ene-13 | 300 | 3,5 años | 2,31% | BBB / BBB+ |
| Fondo MIVIVIENDA | Senior Notes | 24-ene-13 | 500 | 10 años | 3,50% | BBB |
| Exalmar | Senior Notes | 25-ene-13 | 200 | 7 años | 7,50% | B2 / B+ |
| Cementos Pacasmayo | Senior Notes | 01-feb-13 | 300 | 10 años | 4,63% | BB+ / BBB- |
| Alicorp | Senior Notes | 15-mar-13 | 450 | 10 años | 3,88% | BBB / Baa2 |
| Cálidda - Gas Natural de Lima y Callao | Senior Notes | 21-mar-13 | 320 | 10 años | 4,38% | BBB- / Baa3 |
| Milpo | Senior Notes | 21-mar-13 | 350 | 10 años | 4,63% | BBB- / BBB |
| Banco de Crédito | Senior Notes | 25-mar-13 | 716 | 10 años | 4,25% | BBB+ / Baa2 |
| Banco Continental | Senior Notes | 03-abr-13 | 500 | 5 años | 3,25% | BBB / BBB+ / BBB |
| Banco de Crédito | Subordinated Notes | 05-abr-13 | 170 | 14 años | 6,13% | BBB |
| Corporación Lindley | Senior Notes | 09-abr-13 | 260 | 10 años | 4,63% | BB+/BBB |
| Ferreycorp S.A.A | Senior Notes | 19-abr-13 | 300 | 7 años | 4,88% | Ba1/BB+ |
| Transportadora de Gas del Peru S.A. - TGP | Senior Notes | 23-abr-13 | 850 | 15 años | 4,25% | Baa2 / BBB |
| Consortio Transmantaro | Senior Notes | 30-abr-13 | 450 | 10 años | 4,38% | BBB- / Baa3 |
| Inkia Energy Ltd | Senior Notes | 09-set-13 | 150 | 7,5 años | 8,38% | BB |
| Total | | | 5 891 | | | |

Fuente: SMV, emisores y Bloomberg.

51. Es importante que las empresas corporativas ligadas a la demanda interna (consumo masivo, *retail*, sector construcción, entre otros), que generan sus ingresos en moneda local y que hayan emitido deuda en el mercado internacional, realicen una administración eficiente del riesgo cambiario accediendo al mercado de derivados, a efectos de realizar las coberturas pertinentes.

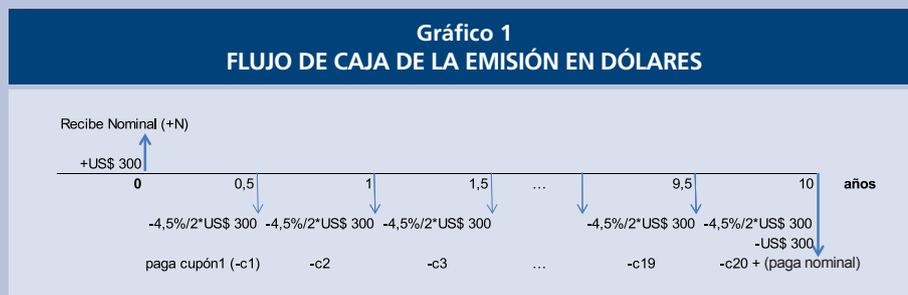
Recuadro 4
COSTO EFECTIVO DE UNA EMISIÓN EN DÓLARES (CON Y SIN COBERTURA CAMBIARIA)

El impacto cambiario sobre el balance de las empresas emisoras que se deriva de las emisiones de obligaciones en moneda extranjera depende del mercado al cual atienden: inocuo para las que se dedican a la exportación e importante para las que atienden al mercado doméstico y, por tanto, generan ingresos en moneda nacional, pues se exponen a un riesgo cambiario que puede afectar su capacidad de pago. Así, para estas últimas, una decisión relevante al emitir sus obligaciones debería ser la mitigación del riesgo cambiario, a través de la realización de operaciones de cobertura cambiaria⁵⁰ entre las alternativas que ofrece el mercado.

Sin embargo y ante la reciente subida del tipo de cambio, diversas empresas han registrado pérdidas cambiarias contables como resultado de la falta de cobertura de los descalces cambiarios incurridos. La ventaja de la cobertura cambiaria es que la capacidad de pago de la empresa no se vería afectada por las variaciones del tipo de cambio. No obstante ello, la decisión de mitigación del riesgo cambiario responde a decisiones propias de las empresas, las cuales deben ser consistentes con sus propias expectativas de la evolución del mercado cambiario.

Para graficar los efectos financieros del descalce cambiario, evaluaremos el costo asociado a la emisión de una obligación en dólares emitida a la par (US\$ 300 millones, a 10 años, pago semestral de un cupón de 4,5% y amortización al final) por parte de una empresa expuesta al riesgo cambiario.

El gráfico 1 muestra el flujo de caja en dólares vinculado a esta emisión. La tasa interna de retorno (TIR) asociada a la emisión es de 4,5%, dado que se emite a la par.



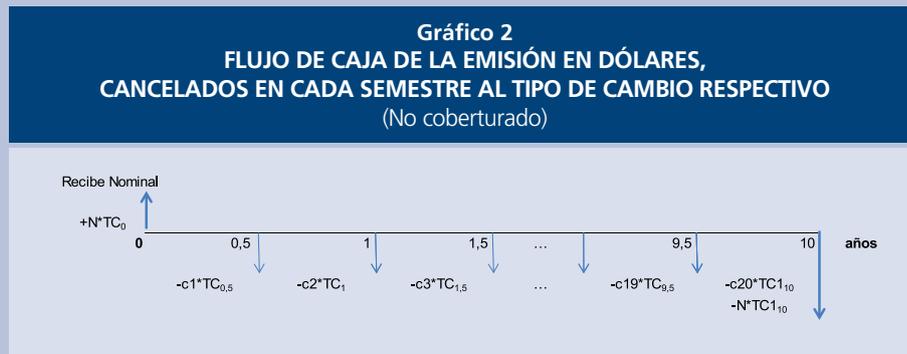
Se asume que la empresa ha venido emitiendo anualmente (desde el año 2007) una obligación similar, siendo la última en junio de 2013. Se asume también que, en cada emisión, la empresa no realiza la operación de cobertura cambiaria, por lo que debe comprar los dólares en cada fecha de pago

50 La acción de cobertura (en inglés, *hedging* o *hedge*) es la operación dirigida a anular o reducir el riesgo de un activo o pasivo financiero. Las operaciones de cobertura consisten en la compra o venta de un activo financiero que se encuentre correlacionado con el elemento sobre el que quiere establecerse la cobertura. En una exposición cambiaria, la operación de cobertura se puede realizar en el mercado *spot*, en el de derivados (futuros, *forwards*, opciones) en moneda extranjera y con la realización de operaciones de intercambio de monedas (*Currency Swaps* o *Cross Currency Swaps*).





Si bien cada emisión tiene el mismo costo financiero en dólares, dicho costo difiere al evaluarlo en nuevos soles. El gráfico 2 muestra el flujo de caja resultante de la misma emisión pero en su equivalente en moneda nacional. Para ello, se multiplica el monto asociado a cada flujo por el tipo de cambio prevaleciente (TCi) en el momento de la recepción de los recursos (emisión) o pago de los cupones o del principal.



Para el análisis, se utilizan los tipos de cambio registrados en cada fecha, hasta junio de 2013. Para el futuro, se especifican 3 escenarios para el tipo de cambio:

- Escenario 1 (E1): se fija para el período restante el valor del tipo de cambio registrado en junio de 2013 (S/. 2,7849 por US\$ 1).
- Escenario 2 (E2): se asigna aleatoriamente según una distribución del tipo de cambio con información de los últimos 10 años (distribución uniforme⁵¹ que fluctúa entre S/. 2,54 y S/. 3,5 por US\$ 1, con una media equivalente a S/. 3,02 por US\$ 1).
- Escenario 3 (E3): se fija para el período restante el valor máximo del tipo de cambio registrado en la coyuntura de la crisis financiera internacional (S/. 3,2576 por US\$ 1, registrado el 3 de marzo de 2009).

El gráfico 3 muestra que el costo de las emisiones realizadas entre 2007 y 2009 fue relativamente estable y bajo. Se nota también que en los escenarios 1 y 2, el costo financiero en Nuevos Soles es menor que el costo en dólares.

Ello se debe básicamente a que, cuando emitieron, el valor nominal recibido se cambió a un tipo de cambio relativamente alto y los cupones se han venido cancelando a tipos de cambio más bajos. Por ello y ante expectativas de depreciación de la moneda nacional, no era difícil de imaginar los incentivos que tenía la gerencia financiera de esta empresa para decidir estar expuesta al riesgo cambiario.

51 Ello se realizó a través de *Crystal Ball*, que es una herramienta que permite analizar riesgos sobre ciertos modelos realizando miles de simulaciones. Asimismo, permite identificar la mejor distribución asociada a un conjunto de datos; en este caso particular, la que mejor se ajustó fue una distribución uniforme.

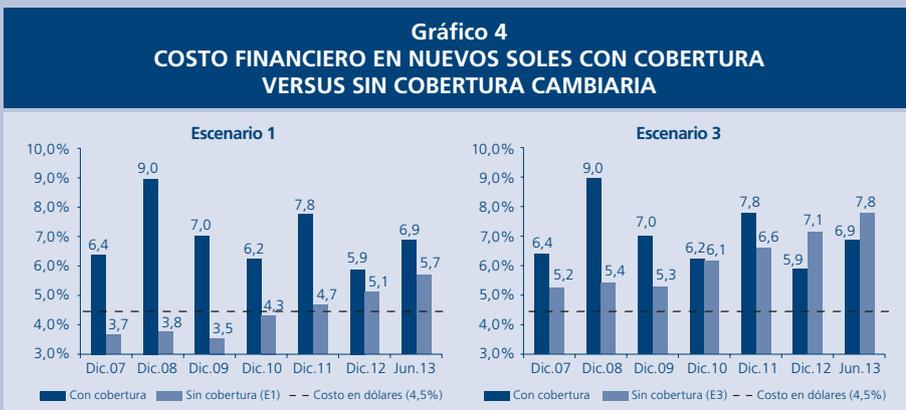


En cambio, el costo financiero de las emisiones efectuadas a partir de 2010 se muestra creciente para cada escenario, por efectos del aumento del tipo de cambio ocurrido en el año 2013. Así, para la emisión efectuada en junio de 2013, el costo financiero en nuevos soles fluctuaría entre 5,7% y 7,8%.

Ahora bien, ¿cómo cambiarían los resultados si esta empresa hubiera decidido realizar una operación de cobertura cambiaria al momento de la emisión? Se asume que la empresa mitiga el riesgo cambiario a través de la adquisición de un *swap* de monedas (*currency swap* o *cross currency swap*), con lo cual intercambia la obligación de los cupones y el valor nominal que se pagan en dólares por pagos en nuevos soles.

El costo financiero de la obligación será el costo en dólares asociado a la emisión (4,5%) más el correspondiente al *swap* de monedas, que va a depender de cuándo se tome la cobertura. El gráfico 4 muestra el costo financiero de la emisión para los casos con y sin cobertura cambiaria, para los dos escenarios extremos del tipo de cambio.

Para el escenario 1, el costo financiero de la emisión con cobertura resulta mayor en todos los períodos. En el escenario 3, desde diciembre de 2012, ocurre el resultado opuesto. Ello debido a las bajas tasas de interés internacionales y a la evolución a la baja del tipo de cambio hasta el 2012, la cual se habría revertido en este año.





Es preciso señalar que la exposición cambiaria de las empresas a partir de 2011 es mayor, por lo que estas emisiones deberían tomar coberturas con prontitud. Del mismo modo, las emisiones anteriores a 2011 se encuentran expuestas a potenciales pérdidas cambiarias en el futuro, las que no podrían compensarse con las ganancias que generaron en el pasado, debido a que probablemente dichos recursos ya fueron gastados o invertidos.

Si bien determinar el momento oportuno para tomar la cobertura es importante para minimizar el costo de cobertura en las emisiones, es recomendable que la cobertura se tome lo antes posible pues el riesgo cambiario puede incrementarse inesperadamente como ocurrió en el primer semestre de 2013. Asimismo, en un escenario de estrés como el de la agudización de la crisis internacional, el costo financiero después de realizar la cobertura cambiaria se podría elevar significativamente en línea con el mayor nivel del tipo de cambio (por ejemplo, en diciembre de 2008, dicho costo alcanzó el 9%).

Las empresas expuestas al riesgo cambiario deben evaluar la conveniencia de cubrir su exposición cambiaria, considerando el impacto persistente que tienen los movimientos cambiarios sobre sus resultados operativos, y evitar la realización de apuestas sobre estos movimientos cambiarios. Así, es pertinente que las empresas se concentren en su actividad principal (o *core business*) con la finalidad de volverse más eficientes, especialmente porque muchas de las empresas que registran exposición cambiaria compiten a nivel global.

II.2 Demanda por Valores

52. **El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales ascendió a S/. 136 297 millones a setiembre de 2013, cifra inferior en S/. 2 314 millones respecto a marzo de 2013.** De este total, los recursos administrados por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) representan el 72%; por las compañías de seguros, el 16%; y, por los fondos mutuos, el 12%.

| Cuadro 2.6 PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES (Millones de S/.) | | | | | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| | Dic.11 | Set.12 | Mar.13 | Set.13 | Var. | | Estructura | |
| | | | | | Set.13/Set.12 | Set.13/Mar.13 | Mar.13 | Set.13 |
| AFP | 81 881 | 93 275 | 100 347 | 98 094 | 4 819 | -2 253 | 72% | 72% |
| Fondos Mutuos | 13 555 | 16 128 | 17 938 | 16 547 | 419 | -1 391 | 13% | 12% |
| Compañías de Seguros | 17 396 | 18 756 | 20 326 | 21 656 | 2 900 | 1 330 | 15% | 16% |
| Total | 112 833 | 128 158 | 138 611 | 136 297 | 8 139 | -2 314 | 100% | 100% |

Fuente: SMV y SBS.

La cartera administrada por las AFP alcanzó los S/. 98 094 millones a setiembre de 2013, es decir, una reducción de 2% respecto del nivel alcanzado en marzo de 2013. La composición de esta cartera ha cambiado a favor de inversiones en el exterior y depósitos en el sistema financiero local, a raíz de los resultados

negativos de la BVL y de la elevación del límite de inversiones en el exterior de las AFP, en abril pasado, de 34% a 36% del total de los fondos administrados.

Cuadro 2.7
COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO
(Millones de S/.)

| | Dic.11 | Set.12 | Mar.13 | Set.13 | Var. | | Estructura | |
|------------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| | | | | | Set.13/Set.12 | Set.13/Mar.13 | Mar.13 | Set.13 |
| Bonos del gobierno | 13 029 | 13 773 | 13 107 | 10 868 | -2 905 | -2 239 | 13% | 11% |
| Certificados de Depósito del BCRP | 886 | 2 134 | 2 752 | 3 087 | 953 | 335 | 3% | 3% |
| Depósitos en el sistema financiero | 3 656 | 5 280 | 5 303 | 11 215 | 5 936 | 5 912 | 5% | 11% |
| Renta fija sector privado | 11 676 | 13 317 | 14 066 | 12 959 | -358 | -1 107 | 14% | 13% |
| Títulos de renta variable | 22 175 | 24 204 | 24 925 | 18 093 | -6 112 | -6 832 | 25% | 18% |
| Sociedades Titulizadoras | 3 763 | 5 143 | 4 862 | 5 427 | 283 | 564 | 5% | 6% |
| Fondos de inversión y mutuos | 3 000 | 3 211 | 3 598 | 4 066 | 855 | 468 | 4% | 4% |
| Operaciones en tránsito | 260 | 372 | 70 | -697 | -1 069 | -768 | 0% | -1% |
| Inversiones en el exterior | 23 437 | 25 840 | 31 664 | 33 077 | 7 237 | 1 413 | 32% | 34% |
| Total | 81 881 | 93 275 | 100 347 | 98 094 | 4 819 | -2 253 | 100% | 100% |

Fuente: SBS.

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

A setiembre de 2013, las inversiones en el exterior de las AFP tienen margen para incrementar su participación, pues aún se ubican en un nivel inferior al límite operativo permitido (36% del valor del fondo de pensiones). Estas inversiones se concentran principalmente en: cuotas de participación en fondos mutuos (S/. 22 986 millones); bonos emitidos por empresas financieras y no financieras (S/. 4 108 millones); títulos de renta variable (S/. 3 274 millones); certificados y depósitos a plazo de empresas financieras (S/. 1 488 millones); y, títulos de deuda de gobiernos (S/. 1 222 millones).

- 54. A setiembre de 2013, las AFP mantienen el 13% del total de la cartera administrada en depósitos a plazo y en cuenta corriente en entidades del sistema financiero local e internacional⁵².** Cabe indicar que estos depósitos no son un vehículo adecuado de inversión para los fondos de pensiones debido a que no calzan con el tipo, el plazo⁵³ ni la rentabilidad que deben tener los activos en los cuales deben invertir.

52 Del total del portafolio, 11% son depósitos en el sistema financiero local y 2% son depósitos en el sistema financiero internacional.

53 Por lo general, los depósitos a plazo de las AFP en el sistema financiero nacional, denominados tanto en nuevos soles como en dólares, tienen plazos menores a 30 días.





Esta excesiva liquidez que exhiben los portafolios administrados por las AFP estaría implicando una alta aversión al riesgo por parte de las AFP⁵⁴ o una ausencia de mejores alternativas de inversión. Anteriormente, se ha observado que, en condiciones normales, la liquidez del portafolio de las AFP (depósitos a plazo y en cuenta corriente) representa aproximadamente entre 5% y 6% del total de la cartera administrada.

Otro factor que explicaría la alta liquidez de los portafolios de inversión de las AFP es la repartición de la cartera administrada por AFP Horizonte entre las AFP Integra y Profuturo. Estas dos últimas AFP han estado cautas en añadir nuevos activos financieros a sus portafolios, dado que desconocían la composición exacta y el detalle del portafolio administrado por Horizonte, el cual iban a absorber. Así, esta cautela de las AFP, en parte, con el fin de evitar incumplir con los límites individuales de inversión en empresas al sumarse ambos portafolios⁵⁵, se tradujo en un alto porcentaje de activos líquidos de corto plazo.

| Cuadro 2.8 RENTABILIDAD NOMINAL ANUALIZADA DE LOS FONDOS DE PENSIONES | | | | |
|---|-------|--------|--------|---------|
| | 1 año | 3 años | 5 años | 10 años |
| Fondo 1 | 1,6% | 5,4% | 6,5% | n.d. |
| Fondo 2 | 0,6% | 3,6% | 7,6% | 11,1% |
| Fondo 3 | 0,7% | 2,2% | 6,5% | n.d. |

Fuente: SBS.

Los factores anteriormente mencionados junto con el retroceso en los índices de la BVL en el año 2013 han impactado en la rentabilidad nominal a un año de los fondos de pensiones. Sin embargo, una vez que estos efectos se disipen, la rentabilidad de los fondos de pensiones debería acercarse a sus retornos promedio históricos obtenidos en el mediano y largo plazo.

55. El portafolio de inversión de los fondos mutuos alcanzó, en setiembre de 2013, un total de S/. 16 547 millones, nivel inferior en S/. 1 391 millones al registrado en marzo de 2013. La reducción del valor total del portafolio de los fondos mutuos en el semestre se debió tanto a la disminución en el valor de algunos activos financieros, principalmente los de renta fija (S/. 1 679 millones)⁵⁶,

54 Ello genera un bajo rendimiento, pues la tasa de interés de los depósitos a plazo para las personas jurídicas es apenas superior a la tasa de inflación.

55 El artículo 62° del Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Pensiones señala que: "Las inversiones realizadas por una AFP en todos los valores mobiliarios emitidos o garantizados por una empresa determinada se sujetarán a los siguientes límites máximos de inversión por emisor: a) Diez por ciento (10%) del valor de cada Fondo; y, b) Quince por ciento (15%) del valor de los activos del emisor, considerando todos los Fondos".

56 Por ejemplo, la valorización de la renta fija se ha visto afectada por el alza de las tasas de interés.

como al retiro de partícipes (de 331 mil a 315 mil). Cabe indicar que el menor valor del portafolio de los títulos de renta fija fue compensado, en parte, por el incremento de los depósitos en el sistema financiero (S/. 500 millones).

En el último semestre, se observó un aumento en la dolarización del portafolio administrado por los fondos mutuos, explicado, en parte, por la depreciación de la moneda nacional en dicho periodo.

| Cuadro 2.9 PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS (Millones de S/.) | | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| Composición de las inversiones | Dic.11 | Set.12 | Mar.13 | Set.13 | Var. | | Estructura | |
| | | | | | Set.13/Set.12 | Set.13/Mar.13 | Mar.13 | Set.13 |
| Depósitos | 6 903 | 9 471 | 10 410 | 10 910 | 1 439 | 500 | 58% | 66% |
| Renta fija | 5 601 | 5 637 | 6 512 | 4 834 | -803 | -1 679 | 36% | 29% |
| Renta variable | 1 051 | 1 020 | 1 016 | 803 | -217 | -217 | 6% | 5% |
| Total | 13 555 | 16 128 | 17 938 | 16 547 | 419 | -1 391 | 100% | 100% |
| Número de partícipes (en miles) | 263 | 300 | 331 | 315 | 16 | -16 | | |

Fuente: SMV.

La amplia liquidez que disponen los fondos mutuos se refleja en el alto nivel de depósitos que poseen en el sistema financiero (66% del portafolio de inversión). Ello constituye un indicador que los inversionistas institucionales no encuentran en el mercado instrumentos de deuda suficientes, aunque también es una oportunidad para que nuevos emisores coloquen instrumentos de deuda con vencimientos menores a 4 años (el tramo más apetecido por los fondos mutuos, que calza con el horizonte de inversión de la mayoría de sus partícipes).

- 56. El portafolio de inversión de las empresas de seguros continuó su tendencia creciente y ascendió a S/. 21 656 millones a setiembre de 2013, lo que representa un aumento de S/. 1 330 millones respecto a marzo de 2013.** El patrimonio administrado por las empresas de seguros se destina principalmente a inversiones financieras a plazos de más de un año. A diferencia de los otros inversionistas institucionales, la participación de los recursos líquidos (caja y bancos) en el portafolio de las empresas de seguros se ha reducido en el último semestre, a favor de activos de más largo plazo.

Los recursos administrados por las empresas de seguros vienen aumentado sostenidamente gracias a: (i) el crecimiento de los seguros de desgravamen, a raíz del dinamismo de los créditos hipotecarios y vehiculares; (ii) el pago obligatorio de la prima de los seguros relacionados a las rentas de invalidez y sobrevivencia de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones; (iii) la contratación de rentas vitalicias por parte de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones al momento de jubilarse; y, (iv) la mayor demanda de las empresas por contratar seguros de riesgos generales





Cuadro 2.10
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS DE SEGUROS
(Millones de S/.)

| Composición de las inversiones | Set.12 | Mar.13 | Set.13 | Var. | | Estructura | |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| | | | | Set.13/Set.12 | Set.13/Mar.13 | Mar.13 | Set.13 |
| Caja y bancos | 1 314 | 1 529 | 1 324 | 10 | -205 | 8% | 6% |
| Inversiones financieras < 1 año | 1 341 | 1 550 | 1 329 | -12 | -222 | 8% | 6% |
| Inversiones financieras > 1 año | 15 557 | 16 605 | 18 230 | 2 673 | 1 625 | 82% | 84% |
| Inversiones en inmuebles | 545 | 642 | 774 | 229 | 132 | 3% | 4% |
| Total patrimonio administrado | 18 756 | 20 326 | 21 656 | 2 900 | 1 330 | 100% | 100% |

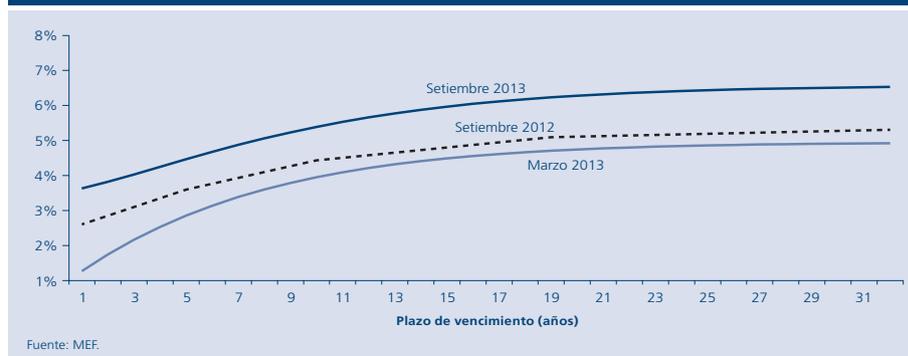
Fuente: SBS.

II.3 Mercados Secundarios

57. **Las tasas de rendimiento de los bonos soberanos se incrementaron entre 143 y 236 puntos básicos a lo largo de toda la curva para el período comprendido entre marzo y setiembre de 2013, observándose una reducción en la pendiente de la curva de rendimiento.** Estos incrementos van de la mano con los observados en los rendimientos de los bonos del Tesoro Americano y de los bonos de las economías desarrolladas.

Cabe indicar que las tasas de rendimiento en los tramos corto y medio de la curva (menor a 5 años) se ubican por debajo de la tasa de referencia del Banco Central de 4,0%, lo que se explica por la mayor demanda de los inversionistas no residentes cuyo costo de oportunidad es menor.

Gráfico 2.1
TASA DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS SOBERANOS
(%)



Por su parte, el saldo de la deuda pública peruana, como porcentaje del PBI, se ubicó en 19,7% a fines de 2012 y se espera que alcance el 18,1% a fines de 2013⁵⁷. Este ratio es significativamente inferior al que muestran países desarrollados con mejores calificaciones de riesgo, cuyos ratios deuda / PBI alcanzan niveles por encima del 60% y, en algunos casos, por encima del 100%.

57 Ver Reporte de Inflación de setiembre de 2013, página 71.

Es importante mencionar que, desde julio de 2013, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) inició la emisión de Letras del Tesoro Público (la última emisión de estos instrumentos se realizó hace casi 10 años), con plazos de rendimiento referenciales de 3, 6, 9 y 12 meses. Hasta el momento, se han adjudicado más de S/. 180 millones de estas Letras, a tasas promedio que fluctúan entre 3,91% y 4,26%.

- 58. Los inversionistas no residentes continúan siendo los principales tenedores de bonos soberanos, seguidos por las AFP.** A setiembre de 2013, las tenencias de los no residentes aumentaron a S/. 20 258 millones (58% del total), mientras que las tenencias de las AFP se ubicaron en S/. 9 190 millones (26%).

| Cuadro 2.11 TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS | | | | | | | | |
|---|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| | Mar.12 | | Set.12 | | Mar.13 | | Set.13 | |
| | Mill. de S/. | Estruct. |
| AFP | 9 855 | 32% | 9 781 | 31% | 9 267 | 27% | 9 190 | 26% |
| No Residentes | 15 470 | 51% | 17 062 | 54% | 19 320 | 57% | 20 258 | 58% |
| Bancos | 2 593 | 8% | 1 934 | 6% | 1 801 | 5% | 2 063 | 6% |
| Seguros | 1 182 | 4% | 1 299 | 4% | 1 592 | 5% | 1 961 | 6% |
| Otros ^{1/} | 1 515 | 5% | 1 374 | 4% | 1 754 | 5% | 1 739 | 5% |
| Total | 30 615 | 100% | 31 451 | 100% | 33 735 | 100% | 34 741 | 100% |

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

- 59. Entre enero y setiembre de 2013, los índices bursátiles de los mercados desarrollados acumulan ganancias, mientras que los de América Latina, han mostrado pérdidas.** Los mercados bursátiles de los países desarrollados (Estados Unidos, Europa y Japón) han registrado resultados positivos. Sin embargo, se observó un retroceso en los mercados bursátiles de América Latina debido a la reducción de los flujos de capitales hacia los países emergentes, a raíz de un posible inicio del retiro del programa de estímulo monetario en los Estados Unidos.

| Cuadro 2.12 PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES | | | | | | | | |
|---|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|-----------|--------------------|
| Región | Índice | Dic.11 | Dic.12 | Mar.13 | Set.13 | Var. % | | |
| | | | | | | 2011 | 2012 | 2013 ^{1/} |
| América | | | | | | | | |
| EE.UU. | Dow Jones | 12 218 | 13 104 | 14 579 | 15 130 | 6 | 7 | 15 |
| EE.UU. | S&P 500 | 1 258 | 1 426 | 1 569 | 1 682 | 0 | 13 | 18 |
| Brasil | Bovespa | 56 754 | 60 952 | 56 352 | 52 338 | -18 | 7 | -14 |
| Chile | IGPA | 20 130 | 21 070 | 21 698 | 18 834 | -12 | 5 | -11 |
| Colombia | IGBC | 12 666 | 14 716 | 14 135 | 14 061 | -18 | 16 | -4 |
| Perú | IGBVL | 19 473 | 20 629 | 19 859 | 15 920 | -17 | 6 | -23 |
| Perú | ISBVL | 27 335 | 31 001 | 30 607 | 23 282 | -15 | 13 | -25 |
| Europa | | | | | | | | |
| Alemania | DAX | 5 898 | 7 612 | 7 795 | 8 594 | -15 | 29 | 13 |
| Reino Unido | FTSE 100 | 5 572 | 5 898 | 6 412 | 6 462 | -6 | 6 | 10 |
| Asia | | | | | | | | |
| Japón | Nikkei 225 | 8 455 | 10 395 | 12 398 | 14 456 | -17 | 23 | 39 |
| Corea | Seul Composite | 1 826 | 1 997 | 2 005 | 1 997 | -11 | 9 | 0 |
| China | Shanghai Composite | 2 199 | 2 269 | 2 237 | 2 175 | -22 | 3 | -4 |

1/ Al 30 de setiembre.
Fuente: Bloomberg.





60. **Las acciones que cotizan en la BVL han afrontado, en promedio, el mayor retroceso en sus precios respecto a las bolsas de la región en lo que va del año 2013.** Esta mayor caída se debe a la cancelación de canastas del EPU, a la venta de acciones de las AFP, a la ausencia de nuevos inversionistas y a las menores utilidades generadas por las empresas del sector minero.

La cancelación (destrucción) del ETF EPU ha incrementado la volatilidad de la BVL.⁵⁸ Dada la iliquidez y poca profundidad⁵⁹ del mercado bursátil limeño, las variaciones en el saldo de EPU en circulación provocan bruscas variaciones en el precio de las acciones que lo componen, generando así una mayor inestabilidad en el mercado.



Otra razón de la caída del índice de la BVL fue la venta de AFP Horizonte a AFP Integra y AFP Profuturo, pues al absorber la cartera de inversión de Horizonte, las dos últimas AFP debieron realizar ventas de acciones para no sobrepasar algunos límites regulatorios, como se mencionó en la sección Demanda por Valores.

A lo largo del año, se ha observado una menor participación de los inversionistas institucionales locales en el mercado bursátil. Así, no se ha percibido un mayor interés por la compra de acciones locales por parte de las AFP; sin aprovechar las “ventanas de oportunidad” que se dan cuando, producto de la cancelación del EPU, se produce una caída brusca en el precio de una acción que puede ser comprada por una AFP.

De igual modo, no se ha observado un aumento del número de personas naturales participantes en la BVL en los últimos años, a pesar del crecimiento del ingreso disponible

58 Cabe recordar que cuándo un inversionista quiere comprar (vender) una cantidad importante de algún ETF, en lugar de llevar a cabo la operación de compra (venta) en el mercado secundario, tiene la opción de pedirle al administrador del ETF que construya (cancele) canastas del ETF para que se las transfiera directamente.

59 En términos de base de inversionistas y *free-float* de las acciones.

de los hogares. Así, no se ha dado un crecimiento relevante de: i) la inversión directa en la BVL de personas naturales a través de Sociedades Agentes de Bolsa; ii) la suscripción de cuotas de participación en fondos mutuos de renta variable y mixta; y, iii) los aportes voluntarios sin fin previsional a las AFP. La crisis financiera internacional y la introducción del impuesto a las ganancias de capital en el año 2010 han desincentivado una mayor participación de los inversionistas minoristas.

Por último, la BVL se ha visto afectada por el bajo desempeño del sector minero, que tiene una participación de 41% en el IGBVL y al que pertenecen 13 de las 32 empresas que componen dicho índice. Las empresas mineras se han visto afectadas por los menores precios de los metales y por la continua inflación de costos en el sector minero, lo que ha incrementado los costos de producción y reducido los márgenes brutos y operativos. Ello se vio reflejado en un deterioro de sus resultados financieros desde el cuarto trimestre de 2011.

II.4 Políticas para el Desarrollo del Mercado de Capitales

61. La Ley de Promoción del Mercado de Valores⁶⁰ otorgó a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) facultades para implementar regímenes excepcionales y especiales con la finalidad de flexibilizar las condiciones en los mercados de valores.

Por un lado, la Ley le otorgó a la SMV la facultad de aprobar un régimen excepcional para las ofertas públicas dirigidas a los inversionistas institucionales, en el que se establezcan condiciones más flexibles para la inscripción, la formulación y los requerimientos de información de dichas ofertas.

Por otro lado, con la finalidad de promover el ingreso de nuevas empresas emisoras al mercado de valores, la mencionada Ley confirió a la SMV la facultad de aprobar un régimen especial de oferta pública en el que podrá establecerse: i) menores requisitos y exigencias para la inscripción y la formulación de una oferta; y, ii) menores requerimientos de información durante y después de realizada la oferta.

62. En setiembre de 2013, la SMV aprobó el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales. Se busca promover mayores emisiones dirigidas a los inversionistas institucionales.

Dicho reglamento estableció que los valores mobiliarios e instrumentos financieros que se dirigen exclusivamente a los inversionistas institucionales y se formulan en territorio nacional comprenden a los registrados ante la SMV y ante las autoridades regulatorias de los Estados Unidos y de los países miembros del MILA.

60 Ley N° 30050, publicada el 26 de junio de 2013 en el Diario Oficial El Peruano. Ver una descripción de esta ley en el Reporte de Estabilidad Financiera de mayo 2013, páginas 66-69.





Asimismo, se facilita la inscripción de ofertas públicas y se exige menores requisitos de información, disminuyendo la intervención de la SMV en el procedimiento de inscripción de ofertas públicas; además, se reducen los costos de emisión, estableciendo que la participación de un agente estructurador y/o colocador en la emisión de valores y la participación de un representante de obligacionistas sean opcionales. Asimismo, se reduce a una la cantidad de clasificaciones de riesgo necesarias (antes, se requería al menos dos).

63. La SMV aprobó modificaciones al Reglamento del Mercado Alternativo de Valores (MAV)⁶¹. Se busca reducir los costos de emisión y ampliar el universo de usuarios.

Se amplía el régimen del MAV a potenciales empresas no corporativas que cuenten con menos de 3 años de operaciones (antes, debían contar con al menos 3 años de operaciones), siempre que no excedan un nivel de ingreso anual de S/. 200 millones y no se encuentren obligadas por norma especial a inscribir sus valores en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) de la SMV⁶². Asimismo, es opcional la participación de un estructurador, de un colocador así como de un representante de obligacionistas; además, se amplían los medios para presentar la información requerida⁶³.

Finalmente, se establece un plazo máximo de colocación no prorrogable de 3 años, en el caso de valores a colocarse en el marco de un Trámite General; y, de 6 años, tratándose de valores a colocarse en el marco de la Inscripción de un Programa de Emisión de Valores⁶⁴.

64. La SMV aprobó la modificación al Reglamento de Oferta Pública Primaria (ROPP), incluyendo la ampliación del sistema e-Prospectus⁶⁵. Asimismo, modificó el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos.

En cuanto al ROPP, se establece que las colocaciones tendrán un plazo máximo no prorrogable de 3 años, en los valores a colocarse en el marco del Trámite General

61 El MAV es un nuevo segmento del mercado de valores que fue creado con el fin de incorporar nuevos emisores, principalmente empresas medianas y grandes (no corporativas).

62 Previo a la modificación del Reglamento, se había delimitado el universo de empresas que podían participar en el MAV a aquellas que vengán operando en los últimos 3 años. Las otras dos condiciones (nivel máximo de ingreso anual y no obligación de inscripción en el RPMV) no se han modificado.

63 Además del MVNet, que es un sistema electrónico de intercambio de información, se permite la presentación de información por medios físicos, a través del SMV Virtual y a través del MVNet de la entidad estructuradora o colocadora de la oferta pública.

64 El Trámite General se realiza para la inscripción de valores y/o registro de prospectos específicos. Por otro lado, la inscripción de un Programa de Emisión de Valores (o Trámite Anticipado) se realiza cuando se pretende efectuar una o más ofertas primarias o de venta en un período de tiempo determinado.

65 El sistema e-Prospectus es un sistema de emisión con facilidades tecnológicas y de plazo, que emplea formatos electrónicos estructurados, así como el sistema MVNet para el soporte y envío de la información y documentación correspondiente.

(anteriormente, el plazo era de 9 meses prorrogable hasta 9 meses adicionales); y, de 6 años, para los que se coloquen en el marco de la Inscripción de un Programa de Emisión de Valores. Para guardar concordancia con estas modificaciones, se amplía el plazo de la colocación y de vigencia de la inscripción del programa de emisión de los bonos de titulización a 3 y 6 años, respectivamente.

Se extiende la inscripción en el sistema *e-Prospectus* a otros instrumentos financieros (bonos de arrendamiento financiero, bonos subordinados y otros instrumentos representativos de deuda o participación patrimonial⁶⁶). Además, se amplía el universo de empresas que puede acceder al régimen de *e-Prospectus*, incluyéndose a cualquier empresa que se encuentre obligada a presentar a la SMV sus estados financieros auditados anuales.

65. Si bien la reciente aprobación de las normas reseñadas contribuirá al desarrollo del mercado de capitales, es importante tener presente que dicho desarrollo requiere implementar medidas adicionales, tales como las que se señalan a continuación:

- a. Exoneración del Impuesto General a las Ventas (IGV) a la titulización de créditos hipotecarios.

Los bancos están exonerados del pago del IGV por los intereses de su cartera de colocaciones, incluyendo sus créditos hipotecarios, pero una vez que éstos se titulizan y se transfieren a un patrimonio fideicometido se pierde dicha exoneración. Por ello, se debe extender la exoneración del IGV a los intereses, servicios de gestión de cobranza y otros servicios de los créditos hipotecarios que forman parte del patrimonio fideicometido de una titulización de créditos hipotecarios.

- b. Incentivo de emisiones de deuda con clasificación de riesgo inferior a AA-.

Las emisiones de instrumentos de deuda en el mercado de capitales local están concentradas en valores con una clasificación igual o superior a AA-, debido a la mayor preferencia de los inversionistas institucionales por esos instrumentos. Sin embargo, la mayoría de nuevas empresas que podrían acceder al mercado de capitales se harían acreedoras a clasificaciones de riesgo inferiores debido a problemas de información y de gobierno corporativo. Por ello, estas emisiones enfrentan dificultades en el proceso de autorización previa por parte de los reguladores. Ante ello, las AFP deberían tomar mayor responsabilidad en el análisis y en la toma de decisión de inversión sobre estas emisiones.

Para incentivar que las AFP adquieran instrumentos con clasificación de riesgo inferior a AA- (por ejemplo, superiores a A-), se considera conveniente que la

66 Originalmente, se estableció para los instrumentos de corto plazo y bonos corporativos.





SBS revise también la actual regulación del encaje de las AFP. En ese sentido, es recomendable evaluar la reducción de las actuales tasas de encaje de las AFP, para darles mayor flexibilidad en sus decisiones de inversión⁶⁷, o introducir una nueva metodología para hallar el encaje en función al riesgo de la cartera administrada.

c. Reducción del capital mínimo requerido a los bancos de inversión.

Ello permitiría que bancos de inversión *boutiques*⁶⁸ de países desarrollados 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 y/o colocación de deuda y capital, adquisición y negociación de deuda pública, operaciones con derivados y administración de fondos mutuos).

d. Flexibilización de la normativa relacionada a las inversiones del Sistema Privado de Pensiones (SPP) y agilización del proceso de autorización y registro de los instrumentos financieros disponibles para inversión.

El requerimiento actual de autorización previa por parte de la SBS para cada instrumento financiero en el que la AFP puede invertir afecta la gestión eficiente de los fondos de pensiones, debido a que se producen demoras en el proceso de autorización y registro, por excesivos requerimientos de información⁶⁹.

Para agilizar el proceso, se debe establecer criterios generales de inversión, no requerir un registro previo del instrumento en la SBS y revisar el cumplimiento de los requisitos establecidos de manera *ex-post*.

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

En ese sentido, el 26 de julio de 2013, la SBS publicó el Proyecto de Resolución que elimina el Registro de Instrumentos y Operaciones de Inversión de los Fondos de Pensiones. En el referido Proyecto, se agrupa los instrumentos y

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

68 Un banco de inversión *boutique* se especializa solo en algunos aspectos de la banca de inversión, principalmente relacionados a finanzas corporativas como levantamiento de capital, fusiones y adquisiciones así como reestructuraciones financieras.

69 El Título VIII del Compendio de Normas Reglamentarias del SPP establece que todos los instrumentos y operaciones de inversión deben ser inscritos de manera obligatoria en el Registro de la SBS. El registro de los instrumentos de inversión lo pueden solicitar los emisores, los estructuradores o las mismas AFP interesadas en invertir. Para ello, deben entregar a la SBS toda la información por ella requerida. La SBS tiene la potestad de requerir mayor información o detalles adicionales.

operaciones de inversión de acuerdo al mayor o menor grado de autonomía de que dispondrán las AFP para invertir sin la opinión previa de la SBS. Así, las AFP podrán adquirir instrumentos simples (*plain vanilla*) sin la intervención ex-ante de la SBS mientras que los instrumentos y operaciones de inversión con características complejas aun requerirán de la autorización expresa de la SBS para que las AFP puedan invertir en ellos.

Sin embargo, en los instrumentos de mediana complejidad, la SBS realizaría una revisión previa de los criterios de elegibilidad utilizados por las AFP así como de los procesos empleados para enfrentar posibles contingencias legales. Es importante que el proceso de revisión previo sea expeditivo, con procedimientos claramente establecidos para que no constituya una traba que demore o dificulte la inversión de las AFP.

e. Ampliación de las inversiones de las AFP en renta variable local.

Es recomendable que sea suficiente que una acción cumpla con los requisitos establecidos para que una AFP pueda invertir en dicho activo (capitalización bursátil del *float*⁷⁰ 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 de que esta acción sea incluida en una lista. Así, se elimina el problema de "*front-running*"⁷¹, ya que sería más difícil para los otros actores del mercado bursátil enterarse de las intenciones de compra de acciones de la AFP.

Asimismo, para ampliar las posibilidades de inversión de las AFP en renta variable local, se podría reducir 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.

f. Flexibilización en el uso de derivados para las AFP.

La reciente reforma del SPP ha flexibilizado el uso de instrumentos derivados, al permitir que también puedan ser contratados para una gestión eficiente del portafolio. Con esto, se posibilitará a las AFP una mejor cobertura de su cartera administrada y ampliar sus estrategias de inversión. Sin embargo, respecto al

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

71 *Front running* o inversión ventajista es una práctica ilegal que puede llegar a cometer un operador de mesa de dinero o bien los 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.





uso de derivados, se exige a las AFP el cumplimiento diario del ratio de eficacia⁷² 80%-125%. Lo óptimo es eliminar este ratio (que, en realidad, se creó con fines tributarios y no de gestión de portafolios) y buscar una *proxy* que mida la calidad de cobertura.

- g. Fortalecer los mecanismos de cumplimiento efectivo ("*enforcement*") en el mercado de capitales.

Para que se alcancen los objetivos de las recientes normativas aprobadas por la SMV (Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales y modificaciones al Reglamento del Mercado Alternativo de Valores – MAV), es fundamental que se fortalezcan los mecanismos de cumplimiento efectivo ("*enforcement*") en el mercado de capitales.

Dado que se excluye a la SMV de la supervisión de las emisiones dirigidas a inversionistas institucionales, es necesario que se consoliden los juzgados especializados en temas financieros. De esta forma, se conseguirá una mayor disciplina de mercado y se evitará que, aprovechando las condiciones más flexibles en el mercado de inversionistas institucionales o en el MAV, ingresen emisores que actúen de mala fe y que, con su accionar, dañen la reputación y las condiciones de operación en estos mercados.

Cabe señalar que en los países donde se han desarrollado los mercados *over-the-counter* (OTC), tales como los Estados Unidos, los mercados financieros están respaldados por un sistema judicial que puede resolver eficazmente los problemas que se pudieran presentar respecto a un emisor o estructurador.

72 Definido como el resultado neto del derivado sobre el resultado neto del subyacente durante el periodo de cobertura.

Recuadro 5 SEGUIMIENTO DE LA REFORMA DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

Afiliación de nuevos trabajadores dependientes tras la licitación de afiliados

El ritmo de nuevas afiliaciones de trabajadores dependientes al Sistema Privado de Pensiones (SPP) se ha reducido de un promedio mensual de aproximadamente 26 500 personas, entre enero de 2011 y mayo de 2013, a un promedio mensual de 9 400 personas, entre junio y octubre de 2013.

En junio de 2013, inició sus operaciones en el Perú la Administradora Privada de Fondos de Pensiones (AFP Hábitat) que se adjudicó la primera licitación de afiliados realizada en diciembre de 2012⁷³ y, como tal, le corresponde captar hasta enero de 2015 a todos los nuevos trabajadores que elijan incorporarse al SPP⁷⁴.

Como se mencionó en el REF de mayo de 2013, el ritmo de afiliación al SPP se ha visto afectado por la competencia que le impone el Sistema Nacional de Pensiones (SNP). Las personas que se incorporan a la fuerza laboral formal pueden optar entre ir al SPP o a la Oficina de Normalización Previsional (ONP). Si bien esta elección es voluntaria y ha existido desde el inicio del SPP, una consecuencia del proceso de licitación es que ahora solo una AFP es la encargada de realizar el esfuerzo comercial para convencer a los nuevos trabajadores de las ventajas del SPP respecto al SNP⁷⁵.

Con miras a reducir costos y ofrecer una menor comisión, la AFP ganadora de la licitación cuenta con un modelo comercial diferente al prevaleciente en el resto de AFP previo a la licitación. Así, esta AFP cuenta con un solo local comercial en Lima, un bajo número de promotores y busca centralizar la mayoría de las afiliaciones a través de su página Web. Si bien dispone de las agencias autorizadas del Banco de la Nación a nivel nacional como un canal adicional de afiliación, la AFP no cuenta con una fuerza de ventas suficiente ni con presencia en provincias, tal que permita promover y dar a conocer los beneficios de optar por el SPP a los nuevos trabajadores.

Si bien la disminución del ritmo de afiliaciones puede deberse a un proceso de aprendizaje de la nueva AFP, se debe tomar en cuenta que una diferencia sustancial respecto al modelo de licitaciones implementado en Chile es que allí no existe un sistema público de pensiones paralelo. Así, en Chile, la AFP adjudicataria de los nuevos afiliados no enfrenta la competencia de otro sistema pensionario; por lo tanto, la AFP no necesita realizar un esfuerzo comercial para captar a los nuevos trabajadores, ya que ellos no tienen la posibilidad de elegir otra entidad que les administre su fondo de pensiones (en el Perú, pueden optar por ir a la ONP).

73 Cuando se efectuó la licitación, esta AFP contaba con autorización de organización por parte de la SBS.

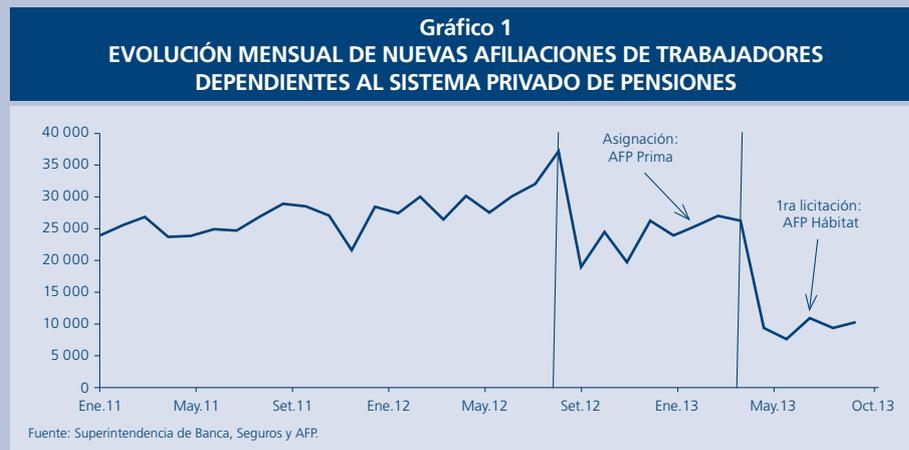
74 Previamente, en setiembre de 2012, se llevó a cabo un proceso de asignación de afiliados entre las cuatro AFP que conformaban el SPP en ese momento. La AFP que ofreció la menor comisión obtuvo el derecho de afiliar a los nuevos trabajadores hasta que se hizo efectiva la entrada en vigencia de la primera licitación.

75 Por ejemplo, en el SPP, el afiliado es dueño de todos los aportes realizados y de la rentabilidad derivada de los mismos, a través de una Cuenta Individual de Capitalización, sin importar el tiempo de aportación. En el SNP, en contraste, para tener derecho a una pensión se requiere un mínimo de 20 años de aportes.





Dado lo anterior, la AFP ganadora de la licitación en Perú debe garantizar una adecuada cobertura nacional de orientación al público con presencia en las principales ciudades del país. Para ello, debe evaluar medidas para elevar el ritmo de afiliaciones, como contar con un número adecuado de promotores comerciales. Así, por ejemplo, puede aprovechar el convenio celebrado con el Banco de la Nación para contar con promotores comerciales en cada localidad donde pueda hacer uso de las agencias del Banco de la Nación.



Una de las consecuencias del menor ritmo de afiliaciones al SPP es que se restaría efectividad y atractivo a los nuevos procesos de licitación de afiliados como mecanismo dinamizador de la competencia. De continuar el ritmo actual de afiliaciones, la cifra total de afiliados por la AFP ganadora de la licitación sería significativamente inferior a la prevista inicialmente (se había estimado que captaría entre 600 y 700 mil afiliados en todo el período de adjudicación de la licitación). Ello, a su vez, disminuiría el atractivo para el ingreso de nuevas AFP a través de futuras licitaciones. Finalmente, un cambio en la estructura de afiliaciones de los nuevos trabajadores, en el que cobre mayor preponderancia el SNP, podría crear una carga fiscal futura al Estado ya que, a diferencia del SPP, las pensiones del SNP no son autofinanciadas.

Afiliación de trabajadores independientes al SPP

En la Ley de Reforma del SPP y su Reglamento se estableció la incorporación obligatoria de los trabajadores independientes⁷⁶ menores de 40 años a un sistema pensionario, mientras que para los trabajadores mayores de 40 años esta afiliación será opcional (es decir, se sujetará a las condiciones de aportación de los afiliados potestativos⁷⁷).

Para el caso de los que decidan afiliarse al SPP, inicialmente se estableció que el aporte de los trabajadores independientes menores de 40 años se determinara de acuerdo a sus niveles de

76 El Reglamento define como trabajador independiente a aquel que percibe ingresos que son considerados rentas de cuarta categoría y/o cuarta-quinta categoría, quedando excluidos aquellos trabajadores que presten servicios y que generen rentas de trabajo de manera dependiente e independiente en un mismo período.

77 El Reglamento define como afiliado potestativo a aquel que no se encuentra obligado a cotizar al SPP.

ingresos. Así, los que ganen menos de una y media Remuneración Mínima Vital (RMV)⁷⁸ aportarían mensualmente 5% de su sueldo hasta el 2014; 8%, durante el 2015; y, 10%, a partir del 2016. Los trabajadores con ingresos mensuales mayores a una y media RMV aportarían el 10% de su sueldo.

Además, mediante Resolución SBS N° 4476-2013, se dispuso que los trabajadores que se incorporen al SPP en calidad de independientes, a partir del 1 de agosto de 2013, se deberán afiliar a la AFP adjudicataria de la primera licitación de afiliados.

Sin embargo, el 22 de setiembre de 2013, el Congreso publicó la Ley N° 30082 que señala que la aplicación de los aportes será opcional hasta el 31 de julio de 2014. Además, esta ley dispone las tasas de aporte obligatorio que se les aplicará a los trabajadores independientes afiliados al SPP que perciban ingresos mensuales que constituyan rentas de cuarta y quinta categoría, conforme al siguiente cronograma:

| Cuadro 1 | |
|--|-----------------------|
| Periodo | Tasa de aporte al SPP |
| Desde agosto de 2014 hasta julio de 2015 | 2,5% |
| Desde agosto de 2015 hasta julio de 2016 | 5% |
| Desde agosto de 2016 hasta julio de 2017 | 7,5% |
| A partir de agosto de 2017 | 10% |

Fuente: SBS.

En caso de que los ingresos totales mensuales de los trabajadores independientes sean menores que una RMV, no habrá obligación de realizar aportes previsionales.

Licitación pública de Seguros

El 20 de agosto de 2013, la SBS aprobó el marco legal que establece un nuevo modelo de gestión del seguro previsional, que consiste en la administración conjunta de los riesgos de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio de todos los afiliados a las AFP, por parte de las compañías de seguros que resulten ganadoras en un proceso de licitación pública. De este modo, las AFP, de manera conjunta, realizarían la licitación pública para la administración de estos riesgos por parte de las empresas de seguros (anteriormente, cada AFP realizaba el proceso individualmente).

Entre las nuevas características del proceso de licitación, destaca que los nuevos contratos de administración de riesgos, bajo la póliza colectiva, podrán tener una duración de entre 1 y 2 años (en la normativa anterior, la duración máxima era de un año). La nueva normativa permite, además, que empresas de seguros que aún no están constituidas puedan presentarse a la licitación (y establece los pasos a seguir de resultar adjudicataria). Adicionalmente, otra resolución incluyó dentro de los beneficiarios a los hijos mayores de 18 años que sigan de manera ininterrumpida estudios de nivel básico o superior y redujo la edad para que la madre pueda adquirir la condición de beneficiaria (de 60 a 55 años).

78 Una RMV equivale a S/. 750.





En este proceso de licitación se dividió la cartera de afiliados en 7 fracciones. Así, si una compañía de seguros se adjudica una fracción, ello implica que cuando un afiliado sea afectado y necesite cierto monto en su cuenta, dicha empresa de seguro deberá asumir 1/7 de los recursos que necesite esa persona para financiar su pensión (antes pagaba el 100% del siniestro). La tasa de prima que se le cobrará a los afiliados será uniforme para cada uno de ellos y será el promedio ponderado de las tasas de prima cobradas por cada empresa adjudicataria, ponderadas por el número de fracciones adjudicadas. El contrato que firmen las empresas adjudicatarias tendrá una duración de 15 meses (octubre 2013 - diciembre 2014).

Los días 2 y 3 de setiembre de 2013, se entregaron las bases de la primera licitación pública a las empresas de seguros interesadas en participar en el proceso y el Acto Público de Presentación de Ofertas y de Adjudicación se realizó el 13 de setiembre. Las empresas ganadoras de la licitación pública fueron las chilenas Vida Cámara (dos fracciones, a una tasa de 1,21%) y Riegel (una fracción, a una tasa de 1,27%), la estadounidense Ohio National (dos fracciones, a 1,24%) y la peruana Rímac Seguros (dos fracciones, a 1,24%). De esta manera, la tasa promedio pagada por los afiliados al SPP se redujo de 1,27% (promedio simple) a 1,23%; aunque dos AFP ya ofrecían un precio menor antes de la licitación.

Aspectos pendientes por implementar de la reforma del SPP

A continuación se destacan algunas propuestas de la reforma del SPP que aún no han sido implementadas o cuya implementación aún no culmina, pero que se espera se realicen próximamente, tales como:

- Definición del tema de comisiones
- Centralización de procesos
- Educación previsional
- Buen gobierno corporativo
- Pensiones sociales
- Agilización y flexibilización del proceso de inversión de las AFP
- Fondo especial de protección
- Fondo ciclo de vida

III. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO

66. La liquidez en moneda nacional del sistema se contrajo. El periodo se caracterizó por las presiones depreciatorias sobre las monedas de los países emergentes ante los temores sobre el impacto negativo que podría tener el retiro del estímulo monetario de la FED sobre las economías de estos países. En este contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario para reducir la volatilidad del tipo de cambio. Las cuentas corrientes de las entidades financieras en el BCRP disminuyeron por el mayor ritmo de ventas de dólares del BCRP y por la colocación de CDR BCRP⁷⁹. Asimismo, el ente emisor realizó operaciones de retiro e inyección de fondos en el 90% de los días útiles (menor al 98% en el semestre anterior).

Para proveer liquidez, el BCRP realizó nueve operaciones de reporte *overnight* entre el 22 de agosto y el 9 de setiembre de 2013, con un monto promedio de S/. 2 349 millones. Este instrumento no se utilizaba desde el 9 de julio de 2012. Las tasas pagadas por los bancos se ubicaron entre 30 y 52 puntos básicos por encima de la tasa de referencia.



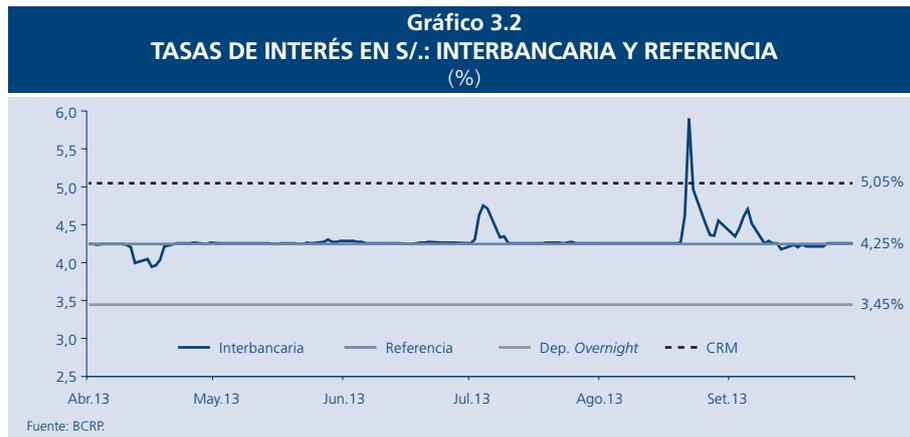
67. La tasa de referencia de política monetaria se mantuvo en 4,25%⁸⁰, en un contexto de expectativas de inflación dentro del rango meta. En promedio, la tasa de interés interbancaria fue mayor en 4 puntos básicos respecto a la tasa de referencia (mayor en 8 puntos básicos en el semestre previo).

La mayor presión sobre la tasa interbancaria se registró entre el 20 de agosto y el 8 de setiembre, periodo en que el BCRP vendió US\$ 1 615 millones. La tasa interbancaria promedio alcanzó un máximo de 5,90% el 22 de agosto, fecha en que el BCRP vendió US\$ 600 millones, monto máximo histórico.

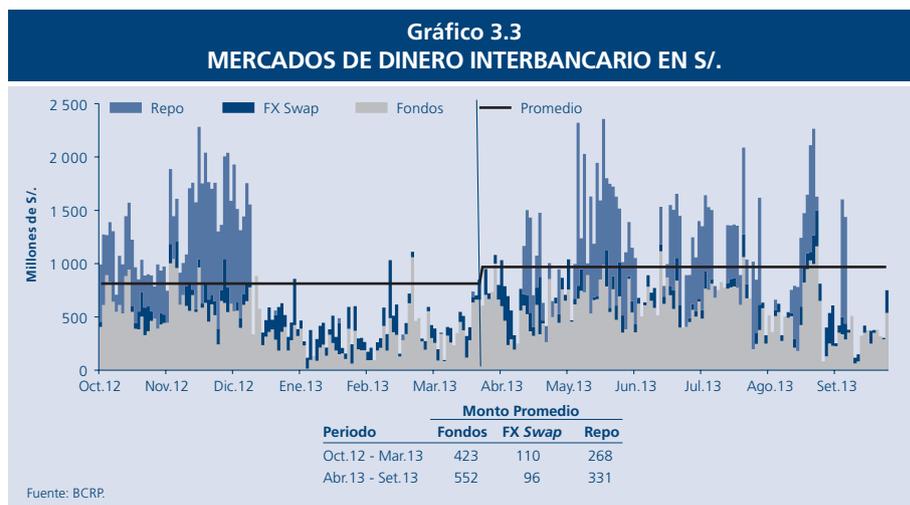
79 Los Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) son valores emitidos por el BCRP que están indexados al tipo de cambio.

80 El Directorio del BCRP, en sesión realizada el 7 de noviembre, la redujo en 25 puntos básicos.





- 68. La negociación en el mercado de dinero aumentó en el último semestre.** Así, los montos negociados en los mercados de fondos interbancarios, FX Swaps y Repos con CD BCRP pasaron de S/. 423 millones, S/. 110 millones y S/. 268 millones en el semestre previo a S/. 552 millones, S/. 96 millones y S/. 331 millones, respectivamente.



- 69. Se emitieron CD BCRP a plazos entre 3 y 18 meses a un menor ritmo que el semestre anterior.** Se colocaron S/. 1 571 millones de certificados a 3 meses, S/. 4 100 millones entre 6 y 9 meses y S/. 5 162 millones entre 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 (*bid to cover*) de 4,4 y 4,0, respectivamente.
- 70. El saldo de CD BCRP disminuyó en S/. 2 423 millones debido a que el BCRP compensó el retiro de liquidez por la venta de dólares y de CDR BCRP, con vencimientos no renovados de CD BCRP.** Entre las entidades que recortaron sus tenencias destacaron los bancos que adquirieron CDRBCRP y los fondos mutuos ante la salida de inversionistas de fondos especializados en renta fija.

Cuadro 3.1
MOVIMIENTO EN TENENCIAS DE CD BCRP
(Millones de S/.)

| Grupo | Al 31 de marzo | Cambios en tenencias | | | | Cambio % | Al 30 de setiembre |
|---------------|----------------|----------------------|------------|----------------|---------------|-------------|--------------------|
| | | Primario | Secundario | Vencimientos | Total | | |
| Bancos | 12 713 | 7 855 | -3 781 | -5 862 | -1 788 | -14% | 10 925 |
| Fondos mutuos | 2 608 | 204 | 1 474 | -2 520 | -842 | -32% | 1 766 |
| AFP | 2 808 | 1 094 | 1 151 | -1 919 | 326 | 12% | 3 134 |
| Financieras | - | 97 | 121 | -52 | 166 | - | 166 |
| Seguros | 386 | 14 | -260 | -88 | -335 | -87% | 51 |
| CMAC | 25 | 45 | 0 | 14 | 59 | 237% | 84 |
| CRAC | - | 22 | 0 | -3 | 19 | - | 19 |
| Otros | 4 795 | 1 503 | 1 294 | -2 825 | -28 | -1% | 4 767 |
| Total | 23 335 | 10 833 | 0 | -13 256 | -2 423 | -10% | 20 912 |

Fuente: BCRP.

71. **Los rendimientos de los CD BCRP registraron una tendencia al alza ante la menor disponibilidad de fondos de los participantes del mercado y el aumento de los rendimientos de los títulos del gobierno.** El rendimiento del CD BCRP al plazo de 6 meses aumentó 17 puntos básicos y el rendimiento del CD BCRP a un año subió en 10 puntos básicos.

Gráfico 3.4
TASA DE INTERÉS DE LAS EMISIONES DE CD BCRP



Fuente: BCRP.

72. **El Nuevo Sol se depreció 7,5% entre abril y setiembre, por la demanda de dólares por parte de las empresas corporativas en el mercado *spot*, de las AFP en el mercado *forward* y de los bancos, que subieron sus posiciones cambiarias.** El tipo de cambio interbancario venta del 30 de setiembre fue S/. 2,786 por dólar, superior al S/. 2,591 del 31 de marzo. El BCRP realizó ventas netas en el mercado *spot* interbancario por US\$ 2 725 millones, a un tipo de cambio promedio de S/. 2,8049 por dólar, y también realizó emisiones netas de CDR BCRP por US\$ 812 millones.

La moneda nacional siguió el comportamiento de las monedas de la región que se depreciaron entre 4,1% (peso colombiano) y 8,8% (real brasilero) ante la expectativa que la FED redujera el ritmo de sus compras de activos financieros. Sin embargo, la FED decidió en setiembre continuar con su programa ante señales de desaceleración de la economía de los Estados Unidos y por los desacuerdos dentro de su Poder Legislativo en relación a la aprobación del presupuesto.





73. Los principales demandantes por dólares en el mercado *spot* fueron las empresas importadoras que adquirieron US\$ 5 671 millones, destacando las empresas de los sectores comercio, refinерías y telecomunicaciones que adquirieron US\$ 2 079 millones, US\$ 1 753 millones y US\$ 944 millones, respectivamente. Los principales ofertantes fueron las empresas de los sectores minería e hidrocarburos que vendieron US\$ 3 937 millones y US\$ 1 115 millones, respectivamente.

Cuadro 3.2
USOS Y FUENTES DEL MERCADO CAMBIARIO ^{1/}
(Millones de US\$)

| Oferta Neta | 2013 | | | 1 Abr. a 30 Set. | | |
|---------------------------------------|--------------|------------|---------------|------------------|--------------|---------------|
| | Spot | Derivados | Total | Spot | Derivados | Total |
| 1. AFP | -1 977 | -1 560 | -3 537 | -1 385 | -1 955 | -3 339 |
| 2. No Residentes | 1 148 | 1 508 | 2 655 | 220 | 2 003 | 2 222 |
| 3. Fondos Mutuos Locales | 42 | -42 | 0 | -215 | 215 | 0 |
| 4. Banco de la Nación y financieras | -390 | -121 | -511 | -306 | -38 | -344 |
| 5. Otros | 2 643 | 909 | 3 553 | -2 405 | 1 136 | -1 269 |
| Total | 1 466 | 694 | 2 159 | -4 092 | 1 361 | -2 731 |
| a. Aumento Posic. Cambio Banca | | | -1 076 | | | -557 |
| b. Intervención neta del BCRP | | | -1 083 | | | 3 287 |
| i. Compras netas del BCRP | | | -1 895 | | | 2 475 |
| ii. Variación de CDLD | | | 0 | | | 0 |
| iii. Variación de CDR | | | 812 | | | 812 |
| TC promedio de compras | | | 2,5688 | | | 2,5820 |
| TC promedio de ventas | | | 2,8049 | | | 2,8049 |
| TC cierre de mercado | | | 2,7860 | | | 2,7860 |

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

Asimismo, las AFP demandaron US\$ 1 385 millones en el mercado *spot* y US\$ 1 955 millones en el mercado *forward*.

En el mercado de derivados, que incluye principalmente operaciones *forward* y, en menor medida, *swap* y opciones, los clientes no residentes ofertaron US\$ 2 003 millones. Esto correspondió, principalmente, a vencimientos de compras *forward* de no residentes no renovadas.

Recuadro 6 COMPORTAMIENTO DE LAS TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA LOCAL DE NO RESIDENTES EN 2013

Durante los últimos meses se han producido pérdidas importantes en los mercados de renta fija, especialmente en los mercados emergentes, luego que el Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, señalara en mayo que esa entidad podría reducir su ritmo de compras de valores ante la mejora de la economía estadounidense. Ello junto con el deterioro de las cuentas externas de los países emergentes, generó el temor de una reversión del influjo de capitales que experimentaron dichas economías en los últimos años, especialmente en renta fija local.

Desempeño de la deuda pública emergente

El Cuadro 1 muestra el desempeño de dos índices de deuda soberana emergente del JP Morgan que son ampliamente usados como *benchmarks* por inversionistas no residentes. A excepción del Perú, los resultados de los bonos denominados en moneda local han sido mejores que los de los bonos en dólares. Sin embargo, estos resultados no incluyen el efecto de la depreciación de las monedas emergentes, el cual es un factor importante para los inversionistas no residentes. Si bien el GBI-EM en moneda local acumula pérdidas de 1% en 2013, éstas se amplían a 8% si tomamos en cuenta la depreciación de las monedas emergentes (7% en el año).

Entre el 22 de mayo y el 29 de agosto de 2013, los bonos peruanos en moneda local y en dólares registraron las mayores pérdidas en la región. Sin embargo, estos bonos también registraron las mayores ganancias en setiembre, luego de la publicación de datos débiles sobre la economía estadounidense y que la FED sorprendiera al mercado al dejar sin cambios su programa de compra de activos. Esto se explica por la mayor duración⁸¹ de los bonos peruanos incluidos en el GBI-EM.

**Cuadro 1
RETORNO TOTAL DE ÍNDICES DE BONOS SOBERANOS DE PAÍSES EMERGENTES**

| Región/País | Bonos soberanos en dólares (EMBI) | | | | | Bonos soberanos en moneda local (GBI-EM) | | | | |
|-------------|-----------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------|--|---------------------|---------------------|---------------------|-------------|
| | Duración 21 May. | 02 Ene.- 21 May. | 22 May.- 29 Ago. | 02 Set.- 30 Set. | Año 2013 | Duración 21 May. | 02 Ene.- 21 May. | 22 May.- 29 Ago. | 02 Set.- 30 Set. | Año 2013 |
| Composite | 7,2 | 0% | -9% | 3% | -7% | 5,3 | 3% | -6% | 2% | -1% |
| Europa | 5,9 | 1% | -8% | 2% | -5% | 3,9 | 4% | -5% | 2% | 1% |
| Asia | 7,3 | 0% | -10% | 3% | -8% | 6,1 | 2% | -8% | 2% | -4% |
| Latam | 8,6 | -1% | -10% | 3% | -8% | 4,8 | 3% | -6% | 2% | -1% |
| Perú | 11,0 | -3% | -12% | 4% | -11% | 8,2 | 2% | -14% | 5% | -8% |
| Brasil | 8,5 | -3% | -10% | 2% | -11% | 5,0 | 1% | -3% | 2% | -1% |
| Colombia | 8,5 | -2% | -9% | 2% | -9% | 4,9 | 4% | -7% | 2% | -2% |
| Chile | 8,5 | -2% | -8% | 2% | -8% | 4,5 | 2% | 1% | 0% | 3% |
| México | 9,6 | -1% | -9% | 2% | -8% | 6,2 | 6% | -7% | 2% | 1% |

Fuente: JP Morgan.

81 La duración mide la sensibilidad del precio de un bono a los movimientos en su rendimiento. Como regla general, en el caso de bonos no amortizables sin opcionalidad, los bonos con mayor plazo al vencimiento tendrán mayor duración.





Redenciones de fondos especializados en deuda emergente

Tal como se aprecia en el Gráfico 1, se observa una salida de inversionistas de fondos especializados en renta fija emergente. Según EPFR⁸², las redenciones entre finales de mayo y la última semana de setiembre totalizaron US\$ 25 mil millones (US\$ 12 mil millones de fondos en moneda dura, US\$ 10 mil millones de fondos en moneda local y US\$ 2 mil millones de fondos mixtos) ó 10% de los activos administrados por estos fondos, lo que significó la mayor salida de renta fija emergente desde la crisis financiera internacional.



Sin embargo, los fondos de renta fija emergente en moneda local aún acumulan ingresos por US\$ 6 mil millones en 2013.

La caída en los precios de los bonos y de las monedas emergentes, junto a las salidas registradas en los fondos de renta fija emergente, parece apoyar la tesis de una reversión en los inlfujos de capitales hacia los mercados emergentes. Sin embargo, algunos analistas concuerdan en que este episodio de redenciones de fondos de renta fija emergente es cíclico y responde a la corrección en su valorización. Además, señalan que en el mediano plazo se espera el ingreso de flujos estratégicos de inversionistas institucionales debido a que sus asignaciones a esta clase de activos están por debajo de los niveles óptimos de largo plazo. Así, JP Morgan estima que en 2013 se habrían registrado inlfujos estratégicos hacia renta fija emergente por US\$ 21 mil millones, que contrasta con la salida de US\$ 2 mil millones de fondos especializados.

Posición de no residentes en Bonos del Tesoro Público

A pesar de que entre mayo y agosto el GBI-EM Perú expresado en dólares perdió 18%, los no residentes incrementaron sus tenencias nominales en Bonos del Tesoro Público (BTP)

82 *Emerging Portfolio Fund Research (EPFR)*, empresa especializada en recabar información semanal sobre entradas y salidas de fondos mutuos y ETF basados en los Estados Unidos y Europa.

en 2%. Como se aprecia en el Cuadro 2, los principales vendedores de BTP fueron los bancos, las AFP y los fondos mutuos. Destaca la reducción de 41% en las tenencias de los fondos mutuos entre mayo y setiembre. Esta variación se explica por las redenciones del 37% de los fondos administrados de renta fija en nuevos soles.

Al cierre de abril las tenencias nominales de BTP por inversionistas no residentes ascendía a S/. 19,6 mil millones (59,8% del total) o US\$ 9,3 mil millones valorizado en dólares. Dada la magnitud de estas tenencias, los inversionistas locales decidieron reducir sus posiciones, entre otros motivos, por el efecto adverso que podría tener sobre los precios de los BTP y el tipo de cambio una salida abrupta de los inversionistas no residentes, considerando la limitada liquidez en estos mercados⁸³. Sin embargo, desde abril las tenencias nominales de los no residentes se incrementaron en 0,5%, a pesar de que sus tenencias valorizadas en dólares cayeron 14,5%.

| Cuadro 2 CAMBIO EN TENENCIAS DE BTP (Montos nominales en millones de S/.) | | | | | | | | |
|---|-------------------|-----------|------|-------|-------------------|-----------|------|------|
| Grupo | Cambios nominales | | | | Cambio porcentual | | | |
| | Ene.-Abr. | May.-Ago. | Set. | 2013 | Ene.-Abr. | May.-Ago. | Set. | 2013 |
| No residente | 2 053 | 363 | -264 | 2 152 | 12 | 2 | -1 | 12 |
| AFP | 14 | -218 | -189 | -393 | 0 | -2 | -2 | -4 |
| Bancos | 446 | -235 | 30 | 241 | 33 | -13 | 2 | 18 |
| Fondos Mutuos | 165 | -224 | -107 | -165 | 26 | -28 | -19 | -26 |
| Seguros | 253 | 231 | 8 | 492 | 58 | 33 | 1 | 112 |
| Otros | 155 | 242 | 25 | 422 | 21 | 27 | 2 | 56 |

Fuente: Cavali, SBS y BCRP.

Cabe resaltar que la reducción en las tenencias de BTP en manos de inversionistas no residentes en setiembre se debe al vencimiento de bonos por S/. 504 millones, que sólo fueron reinvertidos parcialmente. Sin embargo, las tenencias valorizadas en dólares de los no residentes se habrían incrementado en 3% si tenemos en cuenta el incremento de los precios de los BTP en 5% y del Nuevo Sol en 1% en el mes de setiembre.

Coberturas en el mercado cambiario

En situaciones de estrés los no residentes usualmente optan por reducir la duración de sus portafolios⁸⁴ de BTP y cubrir el riesgo cambiario a través de compras *forward*. En el Gráfico 2 se muestra el comportamiento del saldo de compras netas *forward* de no

83 En promedio se negocian US\$ 550 millones en el mercado cambiario *spot* interbancario y S/. 130 millones en el mercado secundario de BTP.

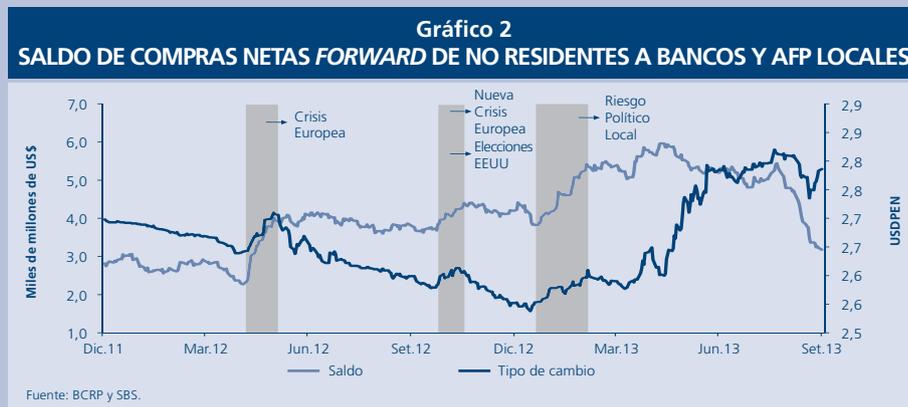
84 Los no residentes reducen la duración de sus portafolios de BTP al reducir sus tenencias en el tramo largo de la curva y aumentar sus tenencias en el tramo corto.





residentes a bancos y AFP⁸⁵ locales. Se observa que, en situaciones de estrés, el saldo registra incrementos abruptos para luego estabilizarse en sus nuevos niveles.

Entre mayo y agosto, el periodo de peor desempeño de los BTP, el saldo *forward* de no residentes cayó en US\$ 0,8 mil millones, mientras que las tenencias se incrementaron en S/. 363 millones. Esto se explica por la menor necesidad de cobertura luego de la caída en el valor en dólares de los BTP⁸⁶. Más aún, en setiembre los no residentes han reducido sus coberturas por US\$ 2 mil millones por la mejora en el contexto externo, generando oferta en el mercado cambiario.



Conclusión

A pesar de la coyuntura poco favorable para la renta fija emergente en moneda local, las tenencias de BTP por no residentes se han mantenido estables. Esto sería reflejo de los buenos fundamentos relativos de la economía peruana y de que parte del influjo de no residentes hacia los BTP registrado en los últimos años se trataría de inversiones estratégicas, es decir, de largo plazo. No obstante, es probable que el ritmo de ingreso de inversionistas no residentes al mercado de BTP se reduzca en el futuro, en un contexto de recuperación de la economía mundial y el consiguiente proceso de normalización de la política monetaria en los países desarrollados.

Sin embargo, ante una salida de no residentes, el BCRP cuenta con una serie de herramientas para afrontar una situación de este tipo, entre ellas US\$ 68 mil millones en reservas internacionales netas (equivalente a 8,4 veces las tenencias de BTP de los inversionistas no residentes).

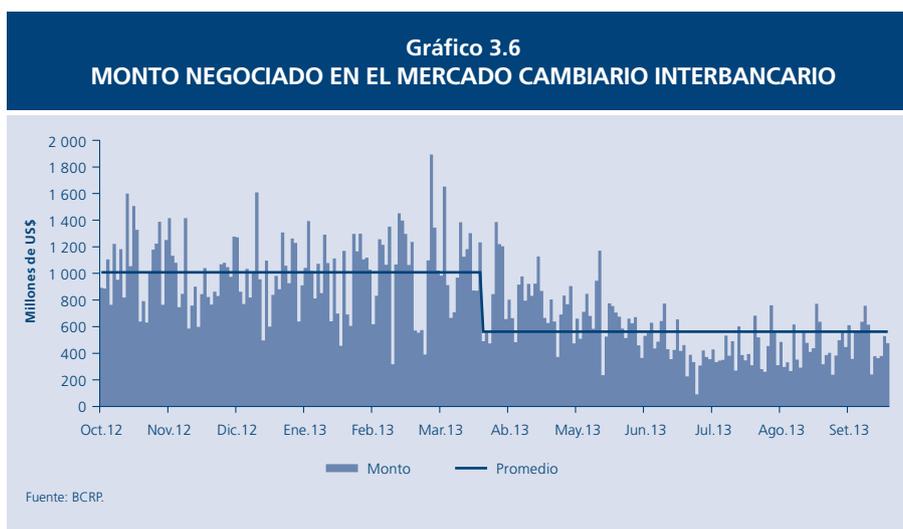
85 Las AFP locales pueden cerrar operaciones *forward* con bancos locales y extranjeros. Los bancos extranjeros pueden cubrir parte de la demanda de sus clientes con bancos locales (*market makers*) o con las AFP (ofertantes netos en el mercado *forward*).

86 Si un inversionista no residente tiene como política cubrir el 50% del riesgo cambiario de su posición en BTP que asciende, por ejemplo, a US\$ 100, comprará *forwards* por US\$ 50. Si en la fecha de vencimiento del *forward* el valor del portafolio cae a US\$ 80, su necesidad de cobertura se reducirá a comprar *forwards* por US\$ 40 millones.

74. A setiembre de 2013, la posición de cambio global de la banca fue US\$ 1 088 millones y la posición de cambio contable fue US\$ 1 156 millones.⁸⁷

Estas cifras representaron aumentos de US\$ 556 millones y de US\$ 738 millones, respectivamente, respecto al 31 de marzo de 2013. La banca incrementó sus posiciones cambiarias por la expectativa que la FED inicie el retiro del estímulo monetario, lo cual presionó al alza el tipo de cambio.

75. El promedio diario negociado en el mercado cambiario interbancario *spot* fue de US\$ 560 millones, menor a los US\$ 1 010 millones negociados en el semestre previo, debido a la mayor volatilidad en el mercado.



76. El monto transado de derivados disminuyó, principalmente en *forwards*, debido a la disminución en las operaciones de cobertura de las AFP y de los inversionistas no residentes. De otro lado, se registró un incremento en la negociación de *cross currency swaps* por operaciones de cobertura de la banca local. El mercado de *overnight indexed swaps* (OIS) no registró movimiento en el semestre.

⁸⁷ La posición de cambio global es la suma de la posición de cambio contable y la posición neta en derivados. La posición de cambio contable es la diferencia entre los activos y pasivos en moneda extranjera dentro del balance. La posición neta en derivados es igual a la diferencia entre las posiciones larga y corta en derivados de moneda extranjera.





Cuadro 3.3
OPERACIONES DE DERIVADOS FINANCIEROS DEL NUEVO SOL DE LA BANCA ^{1/}
(Montos nominales en millones de US\$)

| Instrumento | Oct.12-Mar.13 | | | | | Abr.13-Set.13 | | | | |
|------------------------|---------------|---------------------|--------|--------|------|---------------|-------|-------|-------|------|
| | Negociación | | Saldo | | | Negociación | | Saldo | | |
| | Total | Prom. ^{2/} | Largo | Corto | Neto | Total | Prom. | Largo | Corto | Neto |
| Forward | 59 022 | 500 | 11 326 | 10 825 | 501 | 49 979 | 390 | 8 567 | 8 227 | 340 |
| Cross Currency Swap | 1 087 | 9 | 1 348 | 1 705 | -356 | 1 126 | 9 | 1 756 | 2 065 | -309 |
| FX Swap ^{3/} | 5 096 | 22 | 225 | 235 | -10 | 4 546 | 36 | 153 | 167 | -14 |
| Opciones ^{4/} | 704 | 6 | 156 | 231 | -76 | 626 | 5 | 258 | 291 | -33 |
| OIS ^{5/} | 25 | 0 | 10 | 15 | -5 | - | - | - | 15 | -15 |

^{1/} Incluye operaciones con clientes, bancos, empresas financieras y BCRP.

^{2/} Promedio diario.

^{3/} Operación que consiste de dos partes: Una venta en el mercado spot y su recompra en el mercado forward.

^{4/} La posición larga es la suma de las compras call y ventas put y la posición corta es la suma de las ventas call y las compras put.

^{5/} Montos en millones de Nuevos Soles. En una posición larga (corta), el banco paga (recibe) la tasa fija.

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

77. **El volumen de transacciones cambiarias de la banca con sus clientes que no involucran al Nuevo Sol disminuyó en 35% debido a la caída de la negociación en el mercado spot y forward.** La menor negociación en el mercado spot se debió a la menor negociación de euros con no residentes y a la disminución de las operaciones de pesos mexicanos con clientes locales. La menor negociación en el mercado forward se debió a la disminución de la negociación de euros y pesos mexicanos con no residentes.

Cuadro 3.4
OPERACIONES DE LA BANCA EN EL MERCADO DE DIVISAS CON EL PÚBLICO
(Millones de US\$)

| Divisas | US\$ contra divisa | | | |
|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|
| | Spot | | Forward | |
| | Oct.12-Mar.13 | Abr.13-Set.13 | Oct.12-Mar.13 | Abr.13-Set.13 |
| AUD | 50 | 61 | 7 | 19 |
| BRL | 461 | 186 | 317 | 137 |
| CAD | 247 | 118 | 18 | 47 |
| CHF | 51 | 32 | 3 | 50 |
| CLP | 5 | 6 | 57 | 48 |
| CNY | 1 | 1 | | |
| COP | 57 | 0 | 610 | 402 |
| DKK | 1 | 1 | | |
| EUR | 6 388 | 4 893 | 2 435 | 1 785 |
| GBP | 398 | 145 | 186 | 30 |
| HKD | 0 | 0 | | |
| JPY | 389 | 310 | 160 | 275 |
| MXN | 1 188 | 260 | 723 | 165 |
| NOK | 3 | 9 | 0 | 0 |
| SEK | 17 | 7 | 1 | 0 |
| ZAR | 0 | 3 | | |
| Total | 9 258 | 6 033 | 4 518 | 2 959 |

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

Recuadro 7

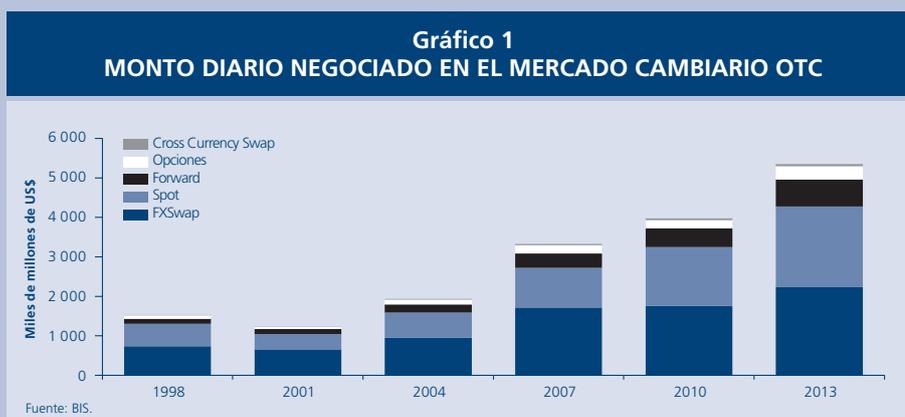
ENCUESTA DEL BIS SOBRE ACTIVIDAD EN EL MERCADO CAMBIARIO OVER THE COUNTER

Cada tres años, en el mes de abril, el Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés) realiza una encuesta a 53 bancos centrales y autoridades monetarias alrededor del mundo para medir el tamaño del mercado cambiario *Over the Counter* (OTC o sobre el mostrador)⁸⁸. Esta encuesta se ha convertido en la fuente de información más importante sobre el tamaño y estructura del mercado mundial de monedas. Su objetivo es incrementar la transparencia del mercado y proveer herramientas para su análisis y monitoreo. La encuesta cubre operaciones cambiarias *spot*, *forward*, *FX swap*, *cross currency swap* (CCS) y opciones. En esta sección se hace una revisión de los resultados a nivel mundial y para el Perú.

Actividad mundial

Los resultados de la encuesta señalan que el promedio diario negociado en los mercados cambiarios ascendió a US\$ 5,3 billones en abril de 2013. Esto significó un aumento de 32,5% respecto a los US\$ 4,0 billones de abril 2010. El instrumento más negociado fue el *FX swap* con US\$ 2,2 billones diarios (42% del total), seguido por las operaciones *spot* con US\$ 2,0 billones (38% del total). El tamaño y crecimiento de los mercados cambiarios OTC fue bastante mayor al de los mercados centralizados. Por ejemplo, la negociación diaria de derivados cambiarios en el mercado OTC aumentó en 33% a US\$ 3,3 mil millones, mientras que la negociación de derivados cambiarios en mercados centralizados aumentó en 3% a US\$ 0,2 mil millones.

El crecimiento en el mercado cambiario se explica por el aumento de 148% en las operaciones con clientes del sector financiero, que pasaron a representar el 53% del total negociado (destacaron los bancos pequeños que no participaron como *reporting dealers* con 24%, inversionistas institucionales con 11% y *hedge funds* con 11%), mayor al 48% de abril de 2010.



La negociación con entidades no financieras, principalmente corporativos, representó el 9% del total, menor al 13% de abril de 2010.

88 En esta sección se denomina *reporting dealers* a los *market makers* que participaron en la encuesta. En el caso del Perú los *reporting dealers* fueron los bancos que operan en el país.





Gráfico 2
MONTO NEGOCIADO EN EL MERCADO CAMBIARIO OTC

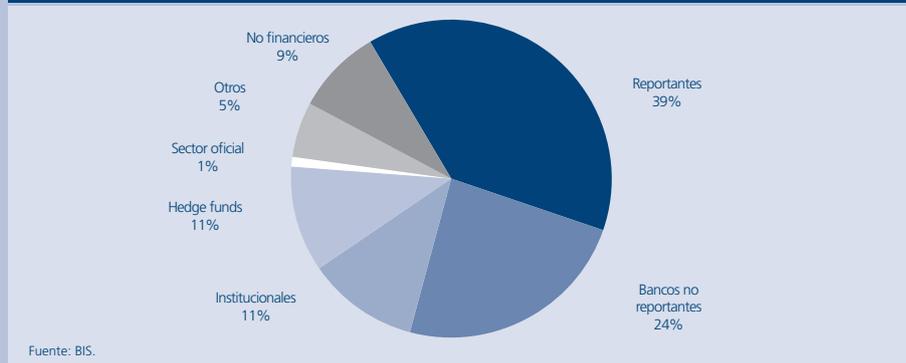
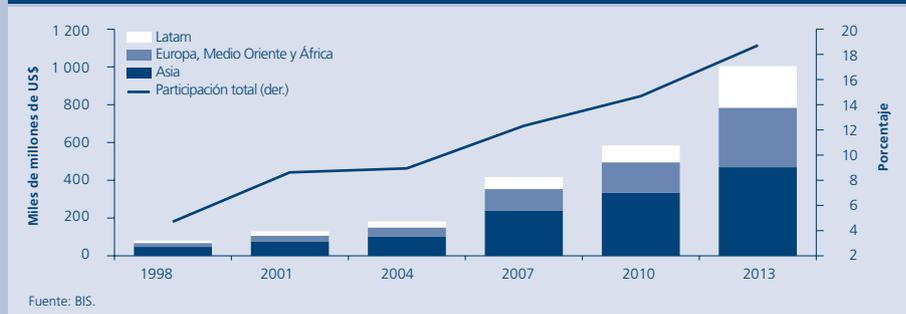


Gráfico 3
NEGOCIACIÓN DE MONEDAS EMERGENTES



El dólar de los Estados Unidos se mantuvo como la moneda dominante al participar en el 87% de todas las transacciones⁸⁹. El euro fue la segunda moneda más transada, pero su participación cayó a 33% desde el 39% de abril de 2010. La negociación del yen aumentó en 63% y su participación pasó de 19% a 23% del total, mientras que la negociación de monedas emergentes continuó su tendencia alcista creciendo 147%.

El peso mexicano y el yuan chino ingresaron en la lista de las 10 monedas más negociadas en el mundo. El peso mexicano es ahora la moneda emergente más negociada. Por otra parte, los esfuerzos por internacionalizar al yuan están teniendo un gran impacto en la negociación de esta moneda que ahora es la segunda moneda emergente más negociada, aunque a expensas del dólar de Hong Kong.

⁸⁹ En una operación cambiaria se compra una moneda a cambio de otra moneda, por lo que la suma de las participaciones de todas las monedas en la encuesta del BIS será 200%. Por ejemplo, si en el día se negocian dólares de EEUU contra nuevos soles por US\$ 100 millones y dólares de los EEUU contra Euros por US\$ 50 millones, la participación por moneda será 100% en dólares de los EEUU, 67% en nuevos soles y 33% en Euros que suman 200%.

**Cuadro 1
DIEZ MONEDAS EMERGENTES MÁS NEGOCIADAS**

| Moneda | 2010 | | 2013 | |
|--------|---------------|---------|---------------|---------|
| | Participación | Ranking | Participación | Ranking |
| MXN | 1,3 | 14 | 2,5 | 8 |
| CNY | 0,9 | 17 | 2,2 | 9 |
| RUB | 0,9 | 16 | 1,6 | 12 |
| HKD | 2,4 | 8 | 1,4 | 13 |
| SGD | 1,4 | 12 | 1,4 | 15 |
| TRY | 0,7 | 19 | 1,3 | 16 |
| KRW | 1,5 | 11 | 1,2 | 17 |
| ZAR | 0,7 | 20 | 1,1 | 18 |
| BRL | 0,7 | 21 | 1,1 | 19 |
| INR | 1,0 | 15 | 1,0 | 20 |

Fuente: BIS.

La negociación de las monedas de América Latina creció en 147% y su participación se duplicó al pasar de 2,2% a 4,1%. Resalta el crecimiento del 167% en la negociación del Nuevo Sol, aunque su participación representó el 0,06% en el volumen mundial.

**Cuadro 2
LATAM: MONTO DIARIO NEGOCIADO A NIVEL MUNDIAL
(Miles de millones de US\$)**

| Moneda | 2010 | 2013 | Cambio % |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|
| MXN | 49,9 | 135,3 | 170,9 |
| BRL | 27,2 | 59,2 | 117,4 |
| CLP | 6,5 | 15,9 | 144,3 |
| COP | 4,0 | 5,8 | 46,9 |
| PEN | 1,2 | 3,2 | 167,1 |
| Total Latam | 88,8 | 219,4 | 147,0 |

Fuente: BIS.

La concentración de la negociación de monedas en los grandes centros financieros sigue aumentando. En abril de 2013, las mesas de negociación en Reino Unido, Estados Unidos, Singapur y Japón intermediaron el 71% de la negociación mundial, mientras que en abril 2010 concentraban el 66%.

Actividad en el Perú

El promedio diario negociado en los mercados cambiarios peruanos *spot*, *forward*, *FX swap*, *cross currency swap* y opciones ascendió a US\$ 2,1 mil millones en abril de 2013. Esto significó un aumento de 52,4% respecto a los US\$ 1,4 mil millones diarios de abril de 2010. Los instrumentos más negociados fueron las operaciones *spot* con US\$ 1,6 mil millones (74% del total) y los *forward* con US\$ 0,5 mil millones (27% del total).

Cabe resaltar que, según la encuesta del BIS, en abril de 2013 el monto negociado diario de nuevos soles peruanos a nivel mundial fue de US\$ 3,2 mil millones, mientras que el monto negociado en el mercado local fue de US\$ 2,1 mil millones (incluye sólo operaciones con el Nuevo Sol y ajuste

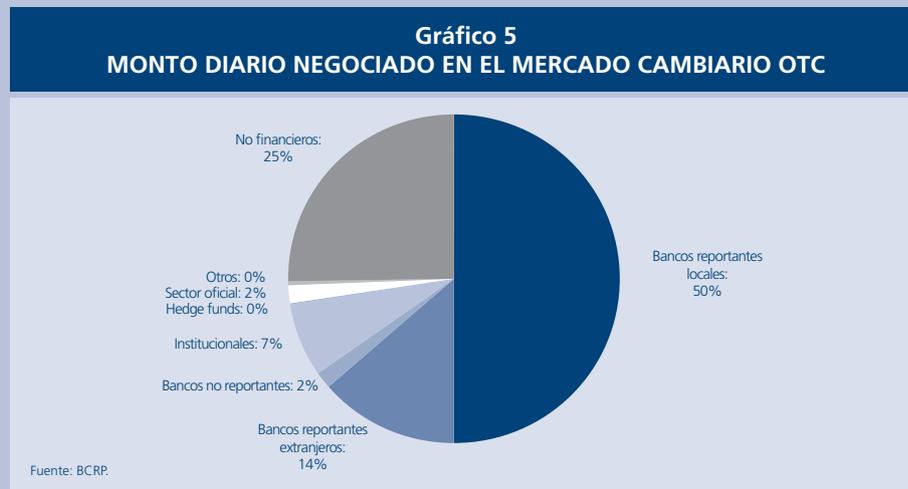




por la participación de *reporting dealers*). Se puede deducir que la diferencia corresponde a la negociación de nuevos soles peruanos en los mercados del exterior, principalmente en derivados sin entrega debido a que el Nuevo Sol no es una moneda convertible.



El crecimiento en el mercado cambiario se explica por el aumento de 152% en las operaciones entre bancos reportantes locales, que pasaron a representar el 50% del total negociado, mayor al 30% de abril de 2010. La negociación con entidades no financieras, principalmente corporativos, creció en 62% pero su participación se mantuvo estable en 25% del total.



El dólar de los Estados Unidos se mantuvo como la moneda dominante al participar en el 100% de todas las transacciones. La negociación del Nuevo Sol creció en 93% y su participación pasó a 96% desde el 76% de abril del 2010. Esto se debe a la mayor actividad en el mercado interbancario *spot* dólar-Nuevo Sol. La negociación del euro cayó en 64% y su participación bajó de 13% a 3% del total, mientras que la negociación de monedas emergentes (principalmente de la región) pasó a representar el 1% desde cero en abril de 2010.

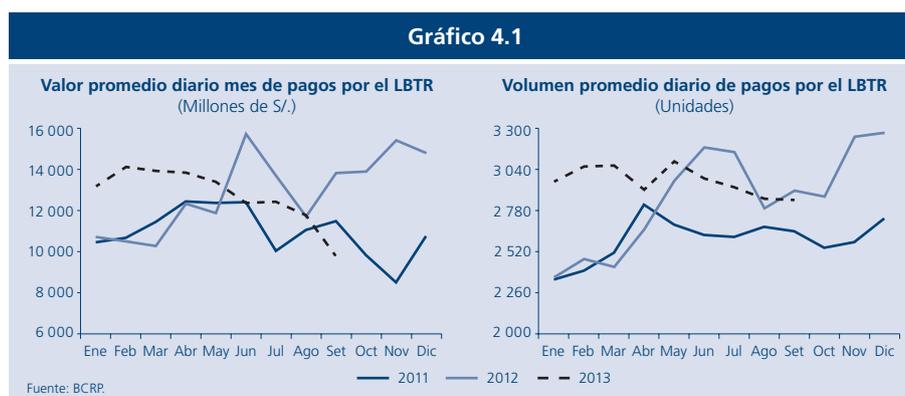
IV. SISTEMAS DE PAGOS

78. En lo que va del presente año, los Sistemas de Pagos han registrado un mayor dinamismo en el volumen de sus transacciones, reflejando una mayor aceptación de los pagos electrónicos de parte del público. Por su parte, el valor de los fondos transferidos ha tenido un menor crecimiento. Dichas tendencias se han registrado en un contexto de mayor liquidez en el sistema financiero.

| Cuadro 4.1 SISTEMAS DE PAGOS DE IMPORTANCIA SISTÉMICA (Promedio diario) ^{1/} | | | | | | | | |
|---|-------------|-------------|------------------|----------------|-----------------|-------------|---------|---------|
| Sistemas | 2011 (1) | 2012 (2) | Últimos 12 meses | | Enero-Setiembre | | Var. % | |
| | | | Set. 12 (3) | Set. 13 (4) | 2012 (5) | 2013 (6) | (4)/(3) | (6)/(5) |
| Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) | | | | | | | | |
| Valor (mill. S/.) | 10 957 | 12 870 | 11 613 | 13 237 | 12 266 | 12 758 | 14,0 | 4,0 |
| Volumen (unidades) | 2 598 | 2 852 | 2 728 | 3 002 | 2 765 | 2 966 | 10,0 | 7,2 |
| Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) | | | | | | | | |
| Valor (mill. S/.) | 129 | 170 | 146 | 171 | 151 | 152 | 17,0 | 0,8 |
| Volumen (unidades) | 1 449 | 1 013 | 1 034 | 819 | 1 064 | 807 | -20,8 | -24,2 |
| Rueda de Bolsa | | | | | | | | |
| Valor (mill. S/.) | 73 | 69 | 49 | 75 | 48 | 56 | 52,0 | 15,8 |
| Volumen (unidades) | 1 429 | 976 | 998 | 786 | 1 026 | 774 | -21,2 | -24,5 |
| Valores del Gob. | | | | | | | | |
| Valor (mill. S/.) | 56 | 101 | 97 | 96 | 103 | 96 | -0,7 | -6,2 |
| Volumen (unidades) | 19 | 37 | 36 | 32 | 39 | 32 | -9,3 | -16,4 |
| Cámara de Compensación Electrónica (CCE) | | | | | | | | |
| Valor (mill. S/.) | 823 | 878 | 877 | 893 | 878 | 897 | 1,8 | 2,1 |
| Volumen (unidades) | 49 210 | 55 433 | 53 994 | 58 715 | 53 945 | 58 303 | 8,7 | 8,1 |
| Cheques | | | | | | | | |
| Valor (mill. S/.) | 669 | 675 | 687 | 648 | 685 | 649 | -5,6 | -5,2 |
| Volumen (unidades) | 33 095 | 33 244 | 33 342 | 32 066 | 33 012 | 31 457 | -3,8 | -4,7 |
| Transferencias de Crédito | | | | | | | | |
| Valor (mill. S/.) | 155 | 203 | 190 | 244 | 193 | 247 | 28,5 | 28,3 |
| Volumen (unidades) | 16 115 | 22 189 | 20 652 | 26 649 | 20 933 | 26 846 | 29,0 | 28,2 |
| TOTAL | | | | | | | | |
| Valor (mill. S/.) | 11 909 | 13 918 | 12 636 | 14 301 | 13 295 | 13 807 | 13,2 | 3,9 |
| Volumen (unidades) | 53 257 | 59 298 | 57 756 | 62 537 | 57 775 | 62 075 | 8,3 | 7,4 |

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

79. En los últimos doce meses, el Sistema LBTR registró un incremento de 14,0% en el valor de las transferencias. Sin embargo, desde el segundo trimestre del presente año se observa una tendencia decreciente.





El menor valor de las transacciones en el Sistema LBTR, observado desde el segundo trimestre del año, está asociado a la caída en la negociación de préstamos interbancarios, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Ello se dio en un escenario de mayores recursos líquidos por parte de la banca. Asimismo, la menor actividad económica afectó el dinamismo del Sistema LBTR.

Por su parte, el volumen de operaciones se ha mantenido relativamente estable en lo que va del año 2013, por lo que el valor de la transacción promedio se redujo en dicho sistema.

- 80. En lo que va del año, el ratio de obligaciones sobre recursos líquidos en moneda nacional de la banca presentó niveles inferiores a los registrados en 2012, reflejando una mayor capacidad para atender sus obligaciones en los Sistemas de Pagos.**



El ratio de obligaciones sobre recursos líquidos en moneda nacional es un indicador de riesgo que compara las obligaciones diarias de los bancos en los Sistemas de Pagos respecto de los recursos líquidos que mantienen en el BCRP o en valores emitidos por éste. Así, niveles del ratio por debajo de la unidad son señales de holgura de liquidez en los Sistemas de Pagos.

La reducción de dicho ratio se ha dado en un contexto de menores requerimientos de encaje en moneda nacional y un aumento de la tenencia de valores y depósitos en el BCRP por parte de la banca.

- 81. La mayor seguridad y eficiencia del Sistema LBTR incentiva a los agentes económicos a aumentar sus operaciones. Sin embargo, las mejoras tecnológicas en el Sistema LBTR introducidas por el BCRP en 2011 no se han traducido en menores comisiones cobradas por la banca a sus clientes.**

En el siguiente cuadro se presenta la información de la banca respecto a las comisiones cobradas a sus clientes por transacciones en el Sistema LBTR en setiembre del presente

año, las que no han cambiado significativamente. Ello a pesar que el BCRP ha reducido sus comisiones en un contexto de una política de recuperación de costos.

El promedio ponderado de las comisiones en moneda nacional en setiembre del presente año se ha estimado en S/. 26,4, a pesar de que la mayoría de bancos cobran alrededor de S/. 20, por efecto de la comisión informada por tres entidades.

| Cuadro 4.2 COMISIÓN PROMEDIO COBRADA A CLIENTES POR TRANSFERENCIAS LBTR (Setiembre 2013) | | |
|--|--------------|-------------|
| Entidad Participante | Nuevos Soles | US Dólares |
| BIF | 150,0 | 150,0 |
| Financiero | 74,0 | 21,1 |
| HSBC | 45,0 | 15,0 |
| Citibank | 22,2 | 8,0 |
| Crédito | 20,0 | 6,0 |
| Interbank | 20,0 | 6,0 |
| Scotiabank | 20,0 | 7,2 |
| Comercio | 20,0 | 6,5 |
| CrediScotia | 20,0 | 7,0 |
| Mibanco | 20,0 | 6,0 |
| Continental | 17,0 | 5,7 |
| Nación | 14,0 | 5,0 |
| Promedio Ponderado | 26,4 | 14,4 |

Nota: Estimación en base a transferencias por S/. 500 mil y US\$ 200 mil.
Fuente: SBS.

82. El desarrollo de los sistemas de pagos depende, entre otros factores, de las condiciones de precios que enfrentan los participantes y usuarios finales de los servicios. En ese sentido, es importante evaluar el contexto de competencia y el nivel y estructura de comisiones para identificar mejoras que permitan incentivar el mayor uso de los sistemas de pagos.

Al respecto, en el ámbito de la CCE se observa que sería necesaria una revisión de su política de comisiones, que incluye temas como:

- El costo de acceso de nuevos participantes, cuyo nivel no se ha revisado en los últimos años.
- Las comisiones por transacción, que tienen un solo esquema para cheques y transferencias de crédito en una escala descendente, que no reflejarían los costos reales de procesar cada escala de volumen.
- La comisión mínima de transacción mensual, que asciende a US\$ 2 000, pero no toma en cuenta los costes reales actuales, ya que se basa en el número de participantes y costos de 2008.
- Los costos por comunicaciones para los nuevos participantes, que se cobran adicionalmente a la comisión por transacción, mientras que la mayor parte de los participantes, principalmente bancos, sólo pagan la comisión de transacción, que incluye dicho costo.





Recuadro 8

PAYMENT SYSTEMS REGULATOR: LA NUEVA ENTIDAD REGULADORA DE LOS SISTEMAS DE PAGOS MINORISTAS EN EL REINO UNIDO

Con el propósito de fomentar una mayor competencia en el sector bancario y disminuir la posición dominante que los bancos más importantes ejercen sobre los sistemas de pagos, el Tesoro del Reino Unido ha declarado en octubre de 2013, su intención de establecer un nuevo regulador para los sistemas de pagos minoristas.

Luego de haber finalizado el proceso de consulta iniciado en marzo de 2013 sobre la propuesta para someter los sistemas de pagos a un esquema regulatorio formal, el Tesoro del Reino Unido ha optado por crear el *Payment Systems Regulator* (PSR), entidad que asumiría el rol de regulador de los sistemas de pagos minoristas, que operaría como entidad subsidiaria del *Financial Conduct Authority*⁹⁰ (FCA), contando con un directorio y presupuesto propio. El Tesoro estima que el PSR entraría en funcionamiento durante el segundo trimestre de 2015.

Esta reforma se origina en el hecho que los principales bancos el Reino Unido son los propietarios de los principales sistemas de pagos y a la vez sus principales usuarios, no habiéndose tomado debida cuenta de las necesidades de todas las partes interesadas, incluido los usuarios finales.

El alcance regulatorio del PSR se extendería a todos los sistemas de pagos minoristas del Reino Unido y sus participantes directos, que incluiría a los sistemas de compensación de cheques, los sistemas de pagos automatizados (BACS⁹¹, CHAPS⁹², Faster Payments), la red de cajeros automáticos LINK y los esquemas de tarjetas de pago tripartitos y cuatripartitos.

Será competencia del Tesoro la decisión de incluir bajo la regulación del PSR a los sistemas de pagos, para ello podrá solicitar opinión del FCA, PSR y del Banco de Inglaterra.

El PSR tendrá, entre otras, las facultades para:

- Exigir cambios en las reglas de los sistemas de pagos.
- Emitir directivas a los operadores, proveedores de infraestructura y otros.
- Modificar los acuerdos comerciales sobre niveles de servicio, tarifas de acceso y otras tarifas.
- Establecer niveles mínimos de servicio o de acceso a los sistemas.
- Establecer las tarifas que cobra el operador para el acceso directo o indirecto.
- Ordenar el acceso directo e indirecto a los sistemas.
- Efectuar estudios de investigación y emitir informes.
- Publicar, en detalle, acerca de los incumplimientos a las reglas.
- Imponer penalidades financieras por incumplimientos.
- Exigir a los propietarios de los sistemas de pagos a renunciar a la propiedad de los mismos, previa aprobación del Tesoro.

El Tesoro del Reino Unido estima que con dichas facultades el nuevo regulador está en la capacidad de contribuir al fortalecimiento de los sistemas de pagos minoristas, de modo que éstos funcionen efectivamente en beneficio de todos los usuarios, incluido los usuarios finales.

90 Regulador financiero con el mandato de promover la competencia, confianza y transparencia en los servicios ofrecidos por el sistema financiero del Reino Unido.

91 Cámara de Compensación Electrónica del Reino Unido, que procesa transferencias de crédito y débito.

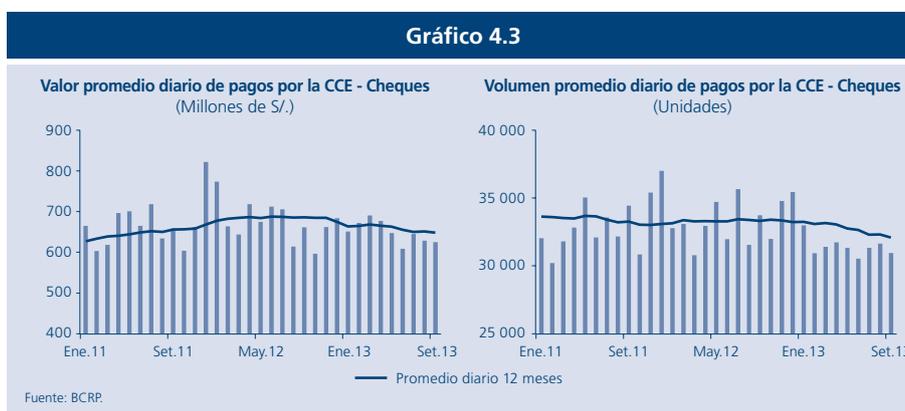
92 Sistema de transferencias electrónicas en el mismo día, que se utiliza principalmente para pagos de alto valor.

83. Durante el periodo de análisis, se vienen suscribiendo contratos para la interconexión electrónica de entidades financieras no bancarias con el Sistema LBTR, incrementando la eficiencia y seguridad de sus operaciones.

Específicamente, CMAC Trujillo y Financiera Edyficar han suscrito el contrato de servicio de transporte de mensajes electrónicos de la red bancos LBTR-BCRP. Otras entidades se encuentran en el proceso de suscripción, lo que les permitirá utilizar la vía del Cliente Web LBTR⁹³ para sus operaciones.

84. En los últimos doce meses, las operaciones procesadas en la CCE aumentaron en 1,8% y 8,7% en valor y volumen, respectivamente. Los cheques registraron una contracción, mientras que las transferencias de crédito mantuvieron su dinamismo.

En el período analizado, continuó disminuyendo el uso de los cheques para realizar pagos interbancarios, en buena parte por la mayor utilización de instrumentos electrónicos de pago. Así, su peso en el total de transacciones en la CCE disminuyó a 51% a setiembre de 2013. Sin embargo, representó el 70% del monto, por efecto de las transferencias de alto valor que se llevan a cabo con este instrumento, las que implican un mayor riesgo sistémico. Para reducir dicho riesgo, sería conveniente que los cheques de alto valor, cuyo número es muy bajo, se liquiden mediante transferencias en el Sistema LBTR en términos brutos. Asimismo, la CMAC Huancayo inició en agosto sus operaciones en la CCE.

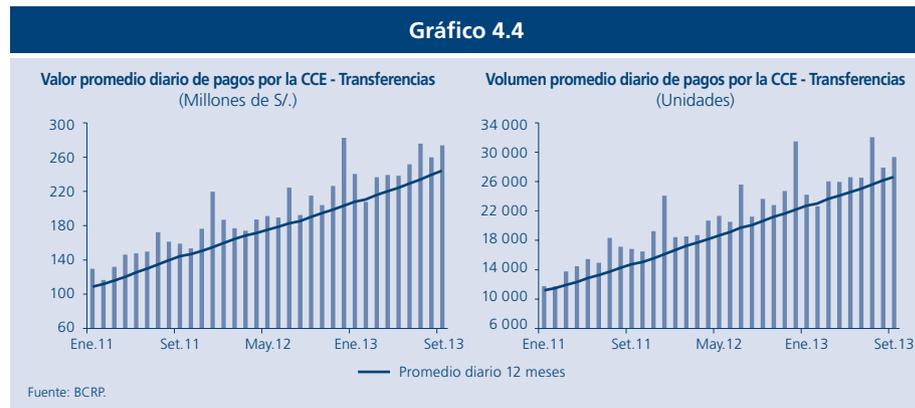


De otro lado, se observa que el volumen de las transferencias de crédito⁹⁴ registró una tasa de crecimiento de 29% en los últimos doce meses a setiembre de 2013. Ello refleja la mayor seguridad y eficiencia de este instrumento.

93 Es la aplicación desarrollada por el BCRP y utilizada como medio alternativo al desarrollo de "Web Services" para el acceso por vía electrónica al Sistema LBTR. Esta aplicación no se conecta directamente con los aplicativos internos desarrollados por los Participantes.

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





85. La CCE viene desarrollando un nuevo instrumento de pago que permitiría el abono de fondos en línea en las cuentas de los beneficiarios.

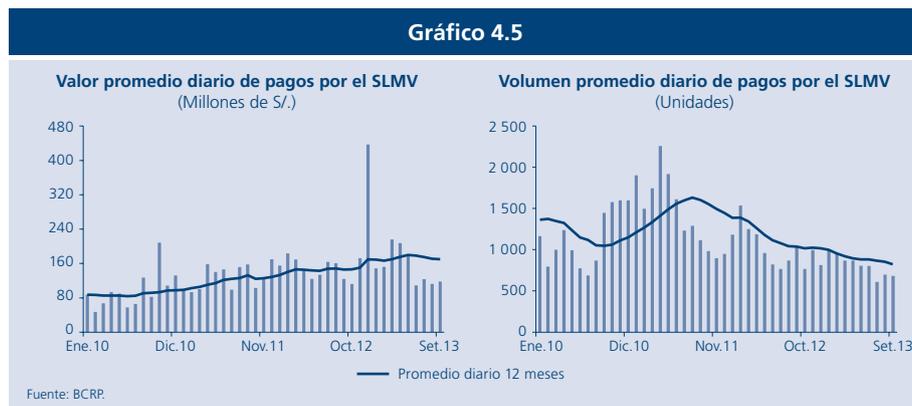
La CCE, con la finalidad de dar mayores facilidades a los clientes del sistema financiero, viene diseñando con las entidades participantes un nuevo instrumento de pago que, como en otros países, facilitará que los fondos transferidos estén a disposición de los beneficiarios en el más breve plazo, considerando temas de seguridad y eficiencia.

86. El valor de las operaciones procesadas en el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) creció en 17% en el período de doce meses terminado en setiembre de 2013; sin embargo, el volumen de las mismas se redujo significativamente (20,8%) debido al menor número de operaciones en Rueda de Bolsa.

El aumento en el valor de operaciones se explica principalmente por la venta de las acciones de AFP Horizonte en partes iguales a AFP Integra y Profuturo AFP en el mes de abril. Dicha operación explicó el incremento de la participación de negociación de renta variable de 33,6% al 43,6% en el valor total de transacciones en el SLMV en el período antes referido.

Por su parte, el valor de las operaciones liquidadas de bonos soberanos en el SLMV retrocedió ligeramente en 0,7%, en tanto que el volumen de las mismas se redujo en 9,3%. El menor dinamismo en la negociación de deuda soberana fue reflejo del escenario de incertidumbre internacional, dada la importancia de las tenencias de bonos por parte de inversionistas no residentes en el país.

En julio del presente año, el MEF inició su programa de emisiones de Letras del Tesoro de corto plazo. En el periodo, se han emitido letras en subastas híbridas (precios mixtos), por S/. 134,1 millones con plazos entre 90 y 360 días, cuya liquidación se viene realizando progresivamente a través del SLMV.



- 87. El 27 de junio del presente, se promulgó la Ley de Operaciones de Reporte (Ley N° 30052). Esta ley tiene como finalidad otorgar seguridad jurídica a dichas operaciones, las cuales son efectuadas principalmente entre empresas del sistema financiero en mecanismos centralizados de negociación o fuera de ellos.**

La Ley propuesta por el BCRP tiene como objetivo el desarrollo del mercado de operaciones de reporte, por ejemplo con valores del Banco Central y Bonos Soberanos, mediante la eliminación de la incertidumbre legal que las afectaba principalmente con respecto a la transferencia de propiedad.

La Ley regula el régimen jurídico aplicable a las operaciones financieras de reporte denominadas "Venta con Compromiso de Recompra", "Venta y Compra Simultáneas de Valores" y "Transferencia Temporal de Valores"

El alcance de la Ley incluye tanto las operaciones que se efectúen en los mecanismos centralizados de negociación regulados en la Ley de Mercado de Valores, como aquellas que se realicen fuera de ellos, para las que se debe establecer contratos marco.

Dentro de las implicancias para el BCRP se tiene que:

- La Ley define el Sistema de Liquidación de Valores, referida en la *Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores* (Ley N°29440), como el conjunto de normas, acuerdos y procedimientos que establezca el BCRP para la liquidación de operaciones con valores BCRP. Se faculta al BCRP como órgano rector de dicho Sistema.
- Las operaciones de reporte que el BCRP realiza se rigen por las disposiciones que el mismo establezca (tipo de operación, participantes autorizados y márgenes, entre otros). En la actualidad, el BCRP está revisando las normas sobre sus operaciones de reporte y elaborando los contratos marco y específicos correspondientes, de acuerdo a lo señalado por la Ley.





- 88. En lo que va del presente año, el uso de instrumentos de pago electrónicos, en transacciones fuera de los Sistemas de Pagos, continúa con una tendencia creciente, asociado a la mayor aceptación por parte del público.**

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

Así, el número de transferencias de crédito creció 21,7% entre setiembre de 2012 y setiembre de 2013, siendo el más importante de los instrumentos electrónicos para realizar pagos minoristas. El segundo instrumento en importancia en el volumen de operaciones fue la tarjeta de crédito, seguida por la tarjeta de débito, que crecieron 13,3% y 21,8%, respectivamente.

| Cuadro 4.3 | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------------|-------------|
| INSTRUMENTOS ELECTRÓNICOS DISTINTOS DE LOS UTILIZADOS EN LOS SISTEMAS DE PAGOS* | | | | | | |
| (Valor de transferencias en millones de nuevos soles y número en miles de unidades) | | | | | | |
| | Set. 12 | | Set. 13 | | Variación % (Set.13/Set.12) | |
| | Valor | Número | Valor | Número | Valor | Número |
| Transferencia de Crédito** | 2 307 | 615 | 2 574 | 749 | 11,6 | 21,7 |
| Tarjetas de Crédito*** | 110 | 355 | 127 | 402 | 15,8 | 13,3 |
| Tarjetas de Débito*** | 48 | 303 | 56 | 369 | 16,7 | 21,8 |
| Débitos Directos** | 101 | 151 | 135 | 162 | 33,4 | 7,2 |
| Total | 2 566 | 1 424 | 2 893 | 1 682 | 12,7 | 18,1 |

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

- 89. En lo que va del año, se ha emitido normas que complementan a la Ley de Dinero Electrónico (Ley N° 29985) para el funcionamiento del dinero electrónico en el país.**

En mayo de 2013 se publicó el Reglamento de la Ley N° 29985 (Decreto Supremo N° 090-2013-EF), que regula las características básicas del Dinero Electrónico como Instrumento de Inclusión Financiera.

El objeto del reglamento es establecer el marco normativo bajo el cual se regirá la emisión de dinero electrónico. Así, se define el concepto de dinero electrónico como el valor monetario almacenado en soportes electrónicos diseñado para usos generales y no específicos. Asimismo, se regula el ámbito de las cuentas de dinero electrónico y las condiciones y restricciones aplicables.

Otros aspectos a que se refiere la norma son el rol de los cajeros corresponsales, el uso de cuentas operativas, las medidas de transparencia de la información que deben adoptar los emisores de dinero electrónico, así como sus responsabilidades.

En octubre del presente año, la SBS publicó el Reglamento de Operaciones con Dinero Electrónico (Resolución N° 6283-2013), el Reglamento de Empresas Emisoras de Dinero Electrónico (Resolución N° 6284-2013) y el Reglamento de Apertura, Conversión, Traslado o Cierre de Oficinas, uso de locales compartidos, Cajeros Automáticos y Cajeros Corresponsales (Resolución N° 6285-2013).

El Reglamento de Operaciones con Dinero Electrónico establece normas que complementan el marco para las transacciones con dinero electrónico referidas a las operaciones (conversión, reconversión, transferencias y pagos), soportes, plataformas, cuentas de titulares (simplificadas y generales), garantías, fondo de fideicomiso (inversiones en activos de muy bajo riesgo), transparencia de la información (reportes diarios y mensuales), entre otros.

El Reglamento de Empresas Emisoras de Dinero Electrónico (EEDE) regula la constitución y autorización de las EEDE, el tipo de operaciones permitidas, medidas prudenciales y procedimiento de adecuación.

El Reglamento de Apertura, Conversión, Traslado o Cierre de Oficinas, Uso de locales compartidos, Cajeros Automáticos y Cajeros Corresponsales incluye el rol de los cajeros corresponsales en las operaciones con dinero electrónico.





Recuadro 9
LECCIONES DEL GLOBAL FINANCIAL DEVELOPMENT REPORT
EN INCLUSIÓN FINANCIERA⁹⁵

Existen diversas definiciones de inclusión financiera, una de las más utilizadas considera este concepto como la proporción de individuos y empresas que utilizan los servicios financieros. Cada año el tema de la inclusión financiera cobra mayor interés para los gobiernos, bancos centrales, académicos, entre otros. El mayor interés refleja el reconocimiento de la inclusión financiera como pilar para el desarrollo económico y social. A continuación se presentan las principales lecciones del *Global Financial Development Report* (2014), elaborado por el Banco Mundial, en materia de inclusión financiera.

- El nivel de inclusión financiera varía ampliamente entre países. A nivel mundial, aproximadamente el 50% de la población adulta posee una cuenta bancaria. El 50% restante no accede a los servicios financieros por diversos factores, uno de ellos porque no lo requiere o por factores culturales. Al respecto, barreras a la entrada como el precio, la distancia o la documentación requerida para acceder a los servicios financieros juegan un rol importante. Además, el 20% de las personas que no tienen acceso a una cuenta bancaria señalan que la distancia es el principal factor por el cual no acceden a ella.
- La inclusión financiera es importante para el desarrollo y la reducción de la pobreza. La teoría y la evidencia empírica indican que la población de bajos recursos se beneficia enormemente de sistemas de pagos básicos, alternativas de ahorro y seguros. En el caso de empresas, en especial las microempresas y pequeñas empresas, aquellas que tienen acceso al sistema financiero se encuentran más propensas a la innovación, creación de empleos y crecimiento.
- La inclusión financiera no implica otorgar créditos a todos y a cualquier costo. Algunos individuos y empresas no tienen una demanda o necesidad por servicios financieros. Los esfuerzos para subsidiar estos servicios son contraproducentes y, en el caso del crédito, pueden llevar a un sobreendeudamiento de los individuos o a inestabilidad financiera. Sin embargo, en muchos casos, el uso de servicios financieros está limitado por barreras regulatorias o mercados que no funcionan adecuadamente.
- El enfoque de las políticas públicas debe ser identificar y resolver las fallas del mercado. En muchos casos el uso de servicios financieros está restringido por fallas del mercado que generan altos costos de transacción. Frente a ello, la evidencia empírica sugiere que el gobierno debe enfocarse en mitigar estas fallas creando un marco regulatorio y legal adecuado (por ejemplo, protegiendo los derechos del consumidor o supervisando las políticas crediticias de las instituciones financieras), proporcionando acceso a la información (por ejemplo, a través de centrales de riesgo y haciendo pública la información de las instituciones financieras), y educando a los consumidores.

⁹⁵ La mayoría de referencias bibliográficas pueden obtenerse de *Global Financial Development Report* (2014), "Financial Inclusion", Banco Mundial.

Las políticas para incrementar la cantidad de cuentas bancarias tales como, cuentas con bajo costo de mantenimiento, menores requisitos documentarios para la apertura de cuentas o el uso de pagos electrónicos, son efectivos para incrementar la inclusión financiera, en especial para la población de bajos recursos, mujeres, población joven y población en zonas rurales. En cambio, las intervenciones directas del gobierno a través de crédito directo o préstamos a través de bancos estatales tienden a ser menos exitosas, particularmente en países con marcos regulatorios débiles.

- La nueva tecnología incentiva la inclusión financiera. Las innovaciones tecnológicas como los pagos a través de teléfonos móviles o el uso de mecanismos de seguridad biométricos permiten que las transacciones financieras sean más sencillas, menos costosas y más seguras para las personas que utilizan los servicios financieros. El impacto de la nueva tecnología puede ser amplificado por el sector privado si adopta modelos de negocios que emplean dichas innovaciones (por ejemplo, por medio de agentes corresponsales y pagos a través de teléfonos móviles).
- Productos diseñados para mitigar las fallas del mercado o solucionar las necesidades del consumidor pueden fomentar el uso de los servicios financieros. Los productos financieros innovadores como seguros indexados a cambios climáticos pueden mitigar los riesgos asociados a actividades agrícolas y promover el desarrollo de este sector económico. Otros mecanismos diseñados para mejorar los créditos a las microempresas o pequeñas empresas consisten en otorgar préstamos a través de grandes proveedores o distribuidores (tiendas de construcción, tiendas por departamentos, distribuidores) los cuales tienen el historial crediticio de los deudores; esta información permite que la decisión de otorgar un crédito sea menos costosa y riesgosa para una institución financiera (IFI).
- Es posible mejorar el conocimiento financiero de la población a través de intervenciones planificadas. La educación financiera tiene un impacto siempre que alcance a la población en momentos que esta sea propensa a aprender (por ejemplo, cuando comienzan a trabajar o adquieren productos financieros). También involucrar a los padres e hijos durante las sesiones de escuela tiende a incrementar el impacto de la educación financiera. De la misma forma, capacitaciones a las microempresas y pequeñas empresas que proporcionan reglas prácticas (*rule-of-thumb*) son más efectivas que las capacitaciones estandarizadas en contabilidad y administración de empresas.

La inclusión financiera en el Perú

Con relación a la situación de la inclusión en el Perú, el reporte destaca que aproximadamente la mitad de los créditos otorgados a las microempresas se emplean para la compra de productos asociados al hogar y no al negocio en sí (Johnston and Morduch 2008; Karlan y Zinman 2011). Este comportamiento indica la fungibilidad de los créditos solicitados. El reporte también señala el uso de mecanismos como los préstamos comunales para mitigar las imperfecciones del mercado y fomentar la inclusión financiera de personas que por sí solas no serían sujetos de crédito.





Asimismo, con el propósito de reducir los problemas de información asimétrica entre las IFI y los individuos, el reporte del Banco Mundial enfatiza el uso de un esquema asociado a grandes tiendas de proveedores o distribuidores. Bajo este esquema, las empresas pueden solicitar a estos proveedores o distribuidores un reporte de su historial crediticio que, posteriormente puede ser utilizado para aplicar a un crédito en una IFI. El reporte ayuda a incrementar la probabilidad de que la empresa reciba un crédito. Este esquema también contempla el uso de mecanismos de *factoring* para una mayor conexión entre las IFI, proveedores y empresas.

Al evaluar los resultados del nivel de inclusión financiera a nivel de América Latina, destaca el elevado porcentaje de personas adultas que solicitaron un crédito de una IFI en el último año en Perú. A nivel de indicadores de empresas, el Perú se encuentra en las primeras posiciones en indicadores como porcentaje de empresas que poseen un crédito bancario o que utilizan IFI para financiar sus inversiones. Además, el Perú es el país que posee el mayor porcentaje de agencias bancarias por cada 100 mil adultos. Sin embargo, estos indicadores también resaltan las tareas pendientes que tiene el país en el ámbito del uso del dinero electrónico.

Cuadro 1
NIVEL DE INCLUSIÓN FINANCIERA POR PAÍSES, 2011

| País | Individuos | | | | Empresas | | | | Agencias bancarias por 100 mil adultos (%) |
|-----------|---|--|--|----------------------------------|-------------------------------------|--------------------------|--|--|--|
| | Con cuenta bancaria en IFI (% , edad 15+) | Con crédito de una IFI en el año pasado (% , edad 15+) | Uso de pagos electrónicos (% , edad 15+) | Tarjeta de débito (% , edad 15+) | Con cuenta de ahorro o chequera (%) | Con crédito bancario (%) | Emplean IFI para financiamiento de inversión (%) | Emplean IFI para financiar su capital de trabajo (%) | |
| Argentina | 33,1 | 6,6 | 5,7 | 29,8 | 96,2 | 49,3 | 30,3 | 33,3 | 13,5 |
| Brasil | 55,9 | 6,3 | 16,6 | 41,2 | 99,4 | 65,3 | 48,4 | 60,0 | 46,2 |
| Chile | 42,2 | 7,8 | 11,1 | 25,8 | 97,9 | 79,6 | 44,8 | 55,1 | 17,5 |
| Colombia | 30,4 | 11,9 | 6,8 | 22,7 | 95,8 | 57,2 | 35,0 | 49,2 | 15,0 |
| Perú | 20,5 | 12,7 | 1,9 | 14,1 | 87,4 | 66,8 | 45,9 | 49,9 | 58,7 |

Fuente: Global Financial Development Report, 2014.

V. BALANCE DE RIESGOS

- 90. En los últimos meses, la economía mundial ha mostrado signos importantes de recuperación aunque subsisten elementos que generan incertidumbre en los mercados financieros globales.**

En el *World Economic Outlook* (WEO), publicado por el FMI en octubre último, se señala que los países desarrollados, en particular la Zona Euro y los Estados Unidos, estarían mostrando mejores perspectivas de recuperación mientras que las proyecciones de crecimiento en las economías emergentes se han revisado a la baja.

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

- a. Las menores perspectivas de crecimiento en la economía mundial para 2013 y 2014.** Según el WEO de octubre, la proyección de crecimiento de la economía mundial con respecto a la anterior actualización (julio) se ha revisado a la baja, de 3,2% a 2,9% para el año 2013; y, de 3,8% a 3,6% para el año 2014.

Si bien la reducción es importante, lo relevante es el cambio en la dinámica del crecimiento de la economía mundial. Mientras que la proyección de crecimiento de las economías avanzadas se ha mantenido en 1,2% para el año 2013 y 2,0% para el año 2014, las proyecciones para las economías emergentes se han reducido en aproximadamente en medio punto porcentual, alcanzando un crecimiento de 4,5% (versus 5,0%) en 2013 y de 5,1% (versus 5,5%) en 2014.

La menor perspectiva de crecimiento de las economías emergentes se explicaría principalmente por una menor demanda de sus socios comerciales externos y por factores idiosincráticos.

- b. Una mayor desaceleración de la economía china,** asociada a que las autoridades de ese país no tienen previsto implementar políticas de estímulo y que estarían conformes con un nivel de crecimiento menor, consistente con su transición hacia una senda de crecimiento balanceada y sostenible. Se proyecta un crecimiento para 2014 de 7,4%, algo menor que el 7,6% para 2013, en la medida que habría una menor dependencia de las exportaciones y del crédito. Esta desaceleración podría afectar los precios de los metales hacia la baja.





c. **Los problemas fiscales en los Estados Unidos**, que se solucionaron temporalmente y a último momento, el 16 de octubre pasado, cuando el Congreso de ese país evitó el *default* al incrementar el límite de la deuda y terminó con el cierre parcial del gobierno federal (*shutdown*). El acuerdo le otorga fondos suficientes al gobierno para el pago de sus gastos y de su deuda hasta el 15 de enero y el 7 de febrero de 2014, respectivamente, pero no resuelve el problema estructural de sostenibilidad de su deuda en el largo plazo. Ello podría llevar a otro cierre del gobierno y generar volatilidad en los mercados financieros internacionales a inicios del próximo año.

d. **Incertidumbre sobre la oportunidad en que la FED inicie el retiro del estímulo monetario.**

Ello podría llevar, entre otros, a cambios en la composición del portafolio de los inversionistas globales, afectando el precio de los activos financieros, especialmente de los *commodities* y de las divisas.

e. **La volatilidad de los flujos de capitales continúa siendo uno de los principales riesgos que afrontan las economías emergentes.**

Durante el año, los inversionistas habrían salido de los países emergentes, generando presiones al alza en el tipo de cambio de esos países. El FMI, a través del WEO, destaca que estas presiones continuarán en el mediano plazo y que los riesgos asociados a una apreciación del dólar de los Estados Unidos, tales como el efecto hoja de balance, se habrían reducido para los países emergentes. En ese sentido, recomienda que estos países aprovechen la subida del tipo de cambio, provocada por la salida de capitales, para mejorar su competitividad en el comercio exterior.

92. Una elevada concentración de inversionistas no residentes en deuda pública en moneda local podría afectar el desempeño del mercado de capitales doméstico y del mercado cambiario si estos inversionistas decidieran liquidar sus posiciones o cubrir su riesgo cambiario, ante el desarrollo de los acontecimientos en los Estados Unidos.

Por el lado del mercado de capitales, una fuerte liquidación de tenencias de BTP por parte de los inversionistas no residentes produciría un aumento significativo del rendimiento de esos títulos y, en consecuencia, mayores tasas de interés de los demás instrumentos de deuda en moneda local del sector privado. Este efecto se acentuaría aún más si se incrementan las primas de riesgo, desincentivando la emisión de deuda de empresas que se financian en el mercado de capitales local.

Por el lado del mercado cambiario, una liquidación de posiciones de BTP por los inversionistas no residentes generaría una mayor demanda por dólares en el mercado *spot*, ante la repatriación de fondos del exterior, y/o en el mercado *forward*, para cubrir el riesgo cambiario. Esta mayor demanda originaría la depreciación del Nuevo Sol, lo que se podría agravar por el aumento de las expectativas de una mayor devaluación por parte de los agentes locales.

Cabe recordar que el BCRP cuenta con un alto nivel de reservas internacionales (equivalente a 8,4 veces las tenencias de BTP por parte de inversionistas no residentes) para afrontar las presiones de depreciación sobre el Nuevo Sol. También debe considerarse el rol estabilizador que pueden desempeñar los bancos y las AFP, al poder aprovechar los momentos de retiro de capitales del exterior para incrementar sus posiciones en BTP a precios atractivos.

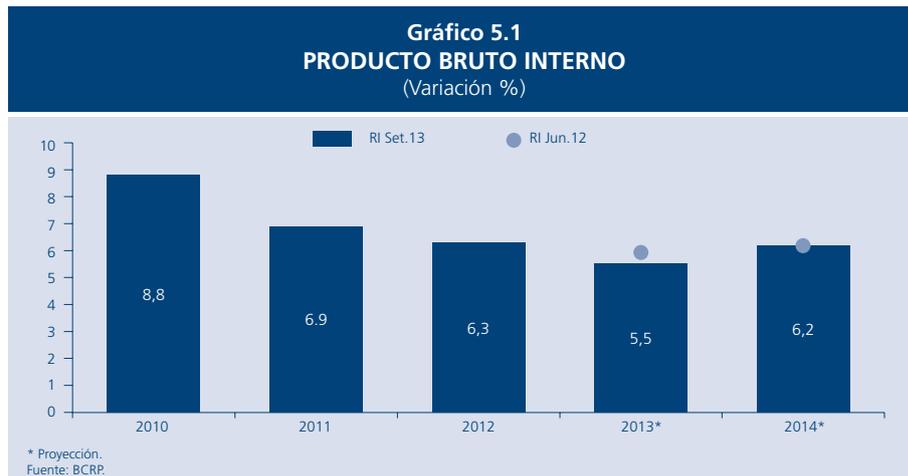
- 93. Un eventual agravamiento de la situación internacional podría llevar a una desaceleración del nivel de actividad económica interna, lo que impactaría negativamente en los ingresos de las familias y las empresas y, por consiguiente, en los indicadores de calidad de cartera de las entidades financieras.**

Un menor crecimiento mundial podría conllevar una reducción de la demanda por nuestras exportaciones y un deterioro en los términos de intercambio, afectando a su vez el nivel de actividad doméstico y, en última instancia, la capacidad de pago de los deudores del sistema financiero. En ese escenario, los segmentos de más bajos ingresos, que son más vulnerables a fluctuaciones en el ciclo económico, así como aquellos que mantienen obligaciones en dólares serían los más afectados.

Asimismo y en la medida que los inversionistas globales efectúen un rebalanceo de sus portafolios en desmedro de las economías emergentes, se podría generar una salida no anticipada y desordenada de capitales en nuestra economía. Ello vendría asociado con un incremento de la volatilidad del tipo de cambio, lo que podría afectar a los deudores del sistema financiero expuestos al riesgo cambiario.

- 94. Dado el escenario internacional y las condiciones económicas domésticas, se espera que la economía peruana continúe creciendo en los años 2013 y 2014, aunque a tasas menores que en años anteriores. Por ello, la calidad de activos de la banca, medida por el ratio de la cartera morosa como proporción de las colocaciones, se mantendría en un rango estable con sesgo moderado al alza.**





En el Reporte de Inflación (RI) de Setiembre de 2013, el BCRP estimó una tasa de crecimiento de la economía para 2013 de 5,5% versus la tasa de 6,3% registrada en 2012.

Con esta información, el siguiente gráfico presenta la proyección del ratio de cartera morosa de la banca, para el periodo octubre de 2013 – marzo de 2014, en términos de su distribución de posibles resultados (*fan chart*)⁹⁶. Considerando las proyecciones del PBI y del tipo de cambio⁹⁷, el escenario más probable de proyección indica que el ratio de morosidad estaría en alrededor de 3,2% entre diciembre de 2013 y marzo de 2014 (3,1% en setiembre de 2013), siguiendo una trayectoria suave en lo que resta del año.



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

97 Según las proyecciones del BCRP, el escenario más probable en los próximos seis meses contempla un menor crecimiento del PBI que en años anteriores y una volatilidad moderada del tipo de cambio.

95. Un crecimiento económico doméstico menor que el esperado podría afectar la capacidad de pago de los deudores, especialmente de los sectores más dependientes de las fluctuaciones económicas, entre ellos, las MYPE, medianas empresas y consumo.

En los últimos doce meses, el ratio de cartera morosa del sistema financiero ha crecido más en el segmento empresas, principalmente en las medianas empresas (de 4,6% a 5,5%) y MYPE (de 7,4% a 8,9%), que en los hogares (de 3% a 3,1%). Las entidades no bancarias son las más expuestas a esta menor calidad de cartera, especialmente porque su cartera MYPE representa el 63,3% de sus colocaciones (versus el 9,7% en la banca).

Por ello, es prudente que las entidades financieras revisen constantemente la sostenibilidad de la presión financiera de sus deudores (ratio de cuota mensual de los préstamos respecto al ingreso), a fin de evitar el sobreendeudamiento de sus clientes.

Asimismo, es relevante que las entidades financieras evalúen dicha capacidad de pago, contemplando escenarios de desaceleración económica ante choques internacionales adversos (tales como una caída en los términos de intercambio o una menor demanda mundial por los bienes exportados por la economía peruana), a fin de mejorar la calidad de los créditos, a pesar que ello implique una disminución en el crecimiento del crédito en algunos sectores.

Cabe mencionar que la tasa de crecimiento trimestral de los créditos se redujo en las MYPE (de 2,8% a 0,8%) y medianas empresas (de 5,4% a 2,3%), en parte como resultado de esta mayor cautela en la política crediticia (cambios en el personal de las gerencias crediticias y de riesgo, mejora en los modelos de *scoring*, modificación de la política remunerativa para alinear los incentivos de sus trabajadores con la calidad de los créditos, entre otras). En cambio, el crédito a las entidades corporativas y grandes empresas se ha acelerado en el tercer trimestre de 2013, principalmente en moneda nacional, ya que éstas vienen recomponiendo la estructura de su deuda por monedas y reduciendo su ritmo de emisiones internacionales en dólares, en un contexto en el cual el tipo de cambio se incrementó en los últimos meses.

De otro lado, es importante que las entidades no bancarias se refuercen patrimonialmente mediante la realización de aportes de capital en efectivo, ya sea por sus actuales accionistas o por la incorporación de nuevos inversionistas. De esta forma, esas entidades estarían en capacidad de absorber eventuales pérdidas, provenientes de deterioros adicionales en su cartera MYPE, y de mejorar la administración del riesgo de crédito, a fin que la calidad de la cartera preserve la continuidad del negocio.

96. Se debería evaluar la adopción de cambios normativos orientados a mejorar el gobierno corporativo de las cajas municipales (CM), para así ampliar sus





opciones de capitalización a través de la incorporación de socios estratégicos (lo que implica la cesión de derechos por parte de los municipios). En ese sentido, sería prudente modificar la normativa vigente en un escenario estable como el actual, para promover la incorporación de nuevos inversionistas.

97. El sistema financiero peruano aún muestra un elevado nivel de dolarización financiera tanto en créditos como depósitos, lo que lo hace, en cierta medida, más vulnerable a los factores externos.

En los hogares, la dolarización se aprecia más en los depósitos que en los créditos (34,1% y 22,9% en setiembre de 2013, respectivamente)⁹⁸. En los depósitos, los más dolarizados son los de vista (47,6%) comparado con los de ahorro (35,2%) y plazo (31,3%); mientras que en los créditos, son los hipotecarios (41,1%) y los vehiculares (76,9%). Esta dolarización se aprecia pese a los bajos rendimientos que ofrecen los depósitos en dólares respecto a los de nuevos soles y al costo de transacción asociado al cambiar una moneda por otra (diferencia entre los tipos de cambio de compra y venta de dólares).

En las empresas, se aprecia elevados niveles de dolarización en los créditos y los depósitos en el sistema financiero (55% y 52,1% en setiembre de 2013, respectivamente). Asimismo, muchas empresas no financieras han efectuado emisiones en dólares en el mercado de capitales, a pesar de generar ingresos en nuevos soles. Cabe señalar que las empresas más dolarizadas son las corporativas, las grandes y las medianas (dolarización de 61% versus el 12,1% registrado en las MYPE); y, por sector económico, las que operan en los sectores de pesca; electricidad, agua y gas; y, minería (en todos estos casos, la dolarización es superior al 85%). Un factor importante para este resultado es la dolarización de las transacciones comerciales entre empresas⁹⁹.

98. La regulación prudencial debería incentivar a las entidades financieras a otorgar créditos en la misma moneda en que operan las empresas y las familias, a fin de evitar que los agentes tomen créditos en moneda extranjera buscando una menor tasa de interés sin tomar la cobertura cambiaria pertinente, asumiendo un riesgo cambiario. Todo ello sin reducir la intermediación financiera.

Algunas propuestas a evaluar para mitigar la exposición cambiaria de las empresas y familias son:

98 Incluso, el actual nivel de dolarización de los depósitos de los hogares supera al vigente en diciembre de 2012 (32,3%).

99 En el año 2012, el 54% de los insumos fueron pagados en dólares. Las ventas locales de las empresas son expresadas en dólares, principalmente, por el costo de transacción para cambiar los términos de los contratos entre empresas y proveedores, por inercia o costumbre, por decisiones del pasado y por la dolarización financiera.

- La pronta cobertura, por parte de las empresas, de las emisiones en dólares tanto en el mercado local como en el exterior, ya que ante un escenario de mayor volatilidad cambiaria se podría elevar el costo de la cobertura cambiaria.
- El aumento del requerimiento patrimonial por riesgo de crédito sobre los saldos vigentes de los créditos hipotecarios y los créditos vehiculares en moneda extranjera desembolsados antes del primero de enero de 2013, lo que incentivará a las entidades financieras a convertir dichos créditos a nuevos soles. Ante ello, estas entidades tendrían que rebalancear sus fuentes de financiamiento o tomar las coberturas cambiarias pertinentes.
- La adición de un seguro cambiario a los créditos en dólares otorgados por las entidades financieras a las familias cuyos ingresos son generados en moneda nacional, debiendo así las entidades financieras establecer un cronograma de pagos en nuevos soles a sus clientes. De este modo, el riesgo cambiario sería internalizado por los clientes y administrado por las entidades financieras, las que tienen mayor capacidad para hacerlo.

Esta propuesta requeriría un mayor desarrollo del mercado de derivados de monedas, por lo que sería necesario implementar medidas que lo promuevan.

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

La falta de suficientes activos financieros en el mercado doméstico para el nivel de demanda existente lleva a que tanto las AFP como los fondos mutuos tengan un porcentaje importante de sus portafolios de inversión en activos líquidos de corto plazo, como depósitos a plazo en entidades financieras. Esos depósitos no son un vehículo ideal de inversión para estos inversionistas institucionales debido a que no calzan con el tipo, el plazo ni la rentabilidad que deben tener los activos en los cuales deben invertir¹⁰⁰.

En particular, para el caso del Sistema Privado de Pensiones (SPP), se requiere de una flexibilización de la normativa relacionada a sus inversiones y de una agilización del proceso de autorización y registro de los instrumentos financieros disponibles para inversión. En lugar de una autorización específica de la SBS, instrumento por instrumento, las AFP deberían poder invertir sin la necesidad de comunicarle previamente a la SBS su decisión de inversión, una vez que ellas mismas verifiquen que los instrumentos cumplen con los criterios generales establecidos. De este

¹⁰⁰ Por ejemplo, los fondos mutuos de renta fija obtendrían una mayor rentabilidad si tuvieran un mayor porcentaje de sus inversiones en títulos de deuda (bonos) en lugar de depósitos bancarios.





modo, no se debería requerir un registro previo del instrumento en la SBS y la revisión del cumplimiento de los requisitos establecidos debería ser *ex – post*, con reglas claramente establecidas.

Al respecto, la SBS publicó, en julio pasado, el Proyecto de Resolución que modifica el procedimiento de registro y de autorización de instrumentos de inversión de los Fondos de Pensiones. Si bien el Proyecto traslada a las AFP el proceso de registro de instrumentos de inversión y les permite adquirir instrumentos simples o *plain vanilla* sin la intervención *ex – ante* de la SBS, deja una serie de instrumentos con el requerimiento de revisión o autorización previa de la SBS, dependiendo de su complejidad.

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

100. El menor ritmo de incorporación de nuevos afiliados al SPP haría menos atractivas las licitaciones o subastas de afiliados, con lo que se iría en contra del objetivo de incrementar la competencia en el SPP. En el largo plazo, el menor ritmo de afiliaciones al SPP afectaría la cobertura previsional¹⁰¹, en caso los afiliados al Sistema Nacional de Pensiones (SNP) aporten menos de 20 años. Ello podría agravarse de extenderse la prórroga para la entrada en vigencia de la obligatoriedad de los aportes de los trabajadores independientes.

El ritmo de nuevas afiliaciones de trabajadores dependientes al SPP ha descendido significativamente. Ello refleja la competencia con el SNP que enfrenta la AFP adjudicataria de la afiliación exclusiva de los nuevos afiliados así como el insuficiente esfuerzo comercial que viene realizando la misma, a fin de convencer a los nuevos trabajadores sobre las ventajas del sistema privado respecto al sistema público.

En el corto plazo, existe el riesgo de que el menor ritmo de afiliaciones al SPP reste efectividad y atractivo a los nuevos procesos de licitación de afiliados como mecanismo dinamizador de la competencia.

De igual modo, una ampliación adicional en la prórroga para la incorporación obligatoria de los trabajadores independientes menores de 40 años a un sistema pensionario, como se estableció en la Ley de Reforma del SPP y su Reglamento, iría en detrimento de la posibilidad que los trabajadores independientes tengan su propio fondo pensionario y perjudicaría, en el futuro, la cobertura previsional del país.

101 Personas con pensión de jubilación como proporción de la población total.

Anexo 1

CAMBIOS NORMATIVOS

Entre abril y noviembre de 2013 se publicaron diversas normas y proyectos de norma relacionados a la Preservación de la Estabilidad Financiera, la Promoción del Mercado de Capitales, la Reforma del Sistema Previsional Privado, la Promoción de la Inclusión Financiera y la Transparencia de la Información y Protección al Consumidor.

Medidas para la Preservación de la Estabilidad Financiera

- i. Elevación de los límites de inversión en el exterior del portafolio administrado por las AFP, de 34% a 36% (Circular N° 015-2013-BCRP del 5 de abril de 2013).**

Medidas para la Promoción del Mercado de Capitales

- ii. Ley de Promoción del Mercado de Valores (Ley N° 30050 del 26 de junio de 2013).**

Entre otros cambios, se faculta a la SMV a establecer menores requisitos para el ingreso de nuevas empresas al mercado de valores y se establece que las ofertas públicas de inversionistas institucionales puedan efectuarse bajo un régimen excepcional con menores requisitos.

- iii. Ley de las Operaciones de Reporte (Ley N° 30052 de 27 de junio de 2013).**

La Ley define tres tipos de operaciones de reporte: (i) venta con compromiso de recompra; (ii) venta y compra simultáneas de valores; y, (iii) transferencia temporal de valores. La Ley otorga seguridad jurídica a dichas operaciones, pues: (i) confirma la transferencia de propiedad de los valores objeto de éstas operaciones, evitando su potencial re-caracterización como préstamos garantizados; (ii) protege a los participantes ante un eventual incumplimiento de obligaciones; y (iii) protege a los participantes de una eventual intervención, disolución, liquidación u otra medida de carácter concursal sobre una de las partes.

- iv. Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales (Resolución N° 021-2013-SMV/01 del 26 de setiembre de 2013).**

El emisor sólo está obligado a informar sobre los hechos que pudieran afectar la calidad del valor emitido, incluyendo su capacidad de repago. Asimismo, el emisor sólo está obligado a presentar el estado financiero individual auditado anual. La información solo es de acceso a los inversionistas institucionales.





v. Modificación del Reglamento del Mercado Alternativo de Valores – MAV (Resolución N° 117-2013-SMV/02 del 28 de setiembre de 2013).

Entre las principales modificaciones: (i) se amplió el acceso al MAV a empresas con menos de 3 años de operaciones, cuyos ingresos anuales no excedan de S/. 200 millones ni cuenten con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV); (ii) es opcional la participación de un estructurador, un colocador y un representante de los obligacionistas; y, (iii) el plazo máximo de colocación no prorrogable es de 3 años, para valores a colocarse en el marco de un Trámite General; y, de 6 años, para valores a colocarse en el marco de la Inscripción de un Programa de Emisión de Valores (Trámite Anticipado).

vi. Modificación del Reglamento de Oferta Pública Primaria (ROPP), incluyendo la ampliación del sistema *e-Prospectus*¹⁰² (Resolución N° 024-2013-SMV/01 del 3 de noviembre de 2013).

Se establecen los mismos plazos de colocación que los señalados en el Reglamento del MAV: las colocaciones tendrán un plazo máximo no prorrogable de 3 años, para valores a colocarse en el marco de un Trámite General; y, de 6 años, para valores a colocarse en el marco de la Inscripción de un Programa de Emisión de Valores. Se extiende la inscripción en el sistema *e-Prospectus* a otros instrumentos financieros, tales como bonos de arrendamiento financiero, bonos subordinados y otros instrumentos representativos de deuda o participación patrimonial.

vii. Reglamento de los Mecanismos Centralizados de Negociación para Valores de Deuda Pública e Instrumentos Derivados de éstos (Resolución N° 028-2013-SMV/01 publicada el 26 de noviembre de 2013).

Medidas para la Reforma del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP)

viii. Esquema de Comisiones en la Reforma del SPP (Resolución SBS N° 2935-2013 del 16 de mayo de 2013).

Se establece el cálculo de la “comisión equivalente por flujo” (indicador de medición expresado de manera equivalente bajo el componente de remuneración o flujo).

ix. Proyecto de la SBS que modifica el Registro de Instrumentos de Inversión y el Proceso de Inversiones de los Fondos de Pensiones (agosto de 2013).

Transfiere el proceso de registro de los instrumentos de inversión a las AFP, quienes determinarán la elegibilidad de los instrumentos y operaciones de inversión, para lo

102 El sistema *e-Prospectus* emplea formatos electrónicos estructurados, así como el sistema MVNet para el soporte y envío de la información y documentación correspondiente.

cual deben documentar, entre otros aspectos, lo siguiente: (i) que los documentos requeridos hayan sido evaluados y que su estructura y contenido se encuentre acorde con los mejores estándares internacionales; y, (ii) que se haya identificado las contingencias legales y que éstas hayan sido adecuadamente mitigadas.

El Proyecto divide a los instrumentos entre los que no requieren revisión previa de la SBS y los que sí la requieren, verificando la adecuación de los criterios de elegibilidad utilizados, entre otros aspectos. La inversión en instrumentos complejos seguirá requiriendo de la autorización expresa de la SBS.

x. Afiliación de trabajadores independientes al SNP y al SPP (Ley N° 30082).

La obligatoriedad del aporte previsional de los trabajadores independientes se pospone por un año (agosto de 2014).

Medidas para la Promoción de la Inclusión Financiera

xi. Dinero electrónico (Ley N° 29985 del 17 de enero de 2013).

Regula la emisión de dinero electrónico, determina las empresas autorizadas a emitirlo y establece el marco regulatorio y de supervisión de las Empresas Emisoras de Dinero Electrónico. El 14 de mayo de 2013, el MEF aprobó el Reglamento de dicha Ley (D.S. N° 090-2013-EF).

Medidas para la Transparencia de la Información y Protección al Consumidor

xii. Categorías y denominaciones de las comisiones aplicables a los productos financieros (Circulares SBS N° B-2210-2013 y N° B-2213-2013 del 13 de abril y 19 de julio de 2013).

Se actualiza la lista de categorías y denominaciones de las comisiones aplicables a los productos financieros y se dispone que las empresas del sistema financiero informen a la SBS las categorías y denominaciones de comisiones aplicables que se ajustan o no a la lista.

xiii. Ley del contrato de seguro (Ley N° 29946 del 27 de noviembre de 2012).

Establece las disposiciones aplicables a la contratación de seguros, la cobertura de los riesgos asegurados, la identificación de cláusulas y prácticas abusivas, además de normas especiales para distintos tipos de seguros. El 26 de mayo de 2013, la SBS aprobó el Reglamento de Transparencia de Información y Contratación de Seguros (Resolución SBS N° 3199-2013) que establece, entre otros, el contenido mínimo de las pólizas de seguro e identifica cláusulas abusivas que no deben incluirse en los condicionados de las pólizas de seguros.





Anexo 2

GLOSARIO

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

Cartera Pesada: Comprende la cartera vencida 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, cuyo plazo y/o monto 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.

MYPE: Micro y pequeñas empresas.

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 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. (Fuente: Comité de Basilea)

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

ROE: Rentabilidad sobre el Patrimonio. Se calcula como el ratio de las utilidades anualizadas netas de impuesto sobre el valor promedio 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) 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 o 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.



