

NOVIEMBRE 2015



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2015

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 2015

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2015

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
PREFACIO	5
I. BALANCE DE RIESGOS	6
II. EVALUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO	18
II.1 Panorama del Sistema Financiero	18
II.2 Intermediación Financiera Indirecta	28
II.2.1 Depósitos del Sistema Financiero	28
II.2.2 Colocaciones del Sistema Financiero	31
III. MERCADO DE CAPITALS	53
III.1 Panorama del Mercado de Capitales	53
IV. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO	76
IV.1 Mercado de Dinero	76
IV.2 Mercado Cambiario	80
V. SISTEMAS DE PAGOS	88

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1: Evolución de los préstamos otorgados a través de tarjetas de crédito ...	49
Recuadro 2: Metodología para la estimación del indicador del grado de desarrollo del mercado de capitales	54
Recuadro 3: Retos para la consolidación del Mercado Integrado Latinoamericano ..	62
Recuadro 4: Comparación del grado de desarrollo del mercado de capitales entre los países de la Alianza del Pacífico	74
Recuadro 5: Resultados de las medidas para fomentar la desdolarización del crédito, la expansión del crédito en moneda nacional y la reducción de la volatilidad cambiaria	86
Recuadro 6: Medidas adicionales para apoyar la expansión del crédito en moneda nacional y la reducción de la volatilidad cambiaria.....	87
Recuadro 7: Transferencia de fondos de clientes por el sistema LBTR.....	90
Recuadro 8: Transferencias inmediatas.....	93
Recuadro 9: El rol del Banco Central en los pagos minoristas y la inclusión financiera .	96

Prefacio

Desde 2007, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) publica el Reporte de Estabilidad Financiera (REF) con la finalidad de identificar los riesgos que afectan el funcionamiento de los mercados financieros, la estabilidad financiera y los sistemas 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 evaluar los riesgos en los mercados financieros para considerar la aplicación de medidas preventivas para contener su impacto en el ámbito monetario y financiero.

Este documento se preparó con información financiera al cierre de setiembre de 2015. El siguiente número se difundirá en mayo de 2016 con cifras a marzo del mismo año.





I. BALANCE DE RIESGOS

1. **Como se aprecia en el Cuadro 1.1, la mayoría de los indicadores para evaluar la estabilidad financiera permanece estable.** Destaca la mejora de los indicadores de solvencia y rentabilidad así como el menor nivel de dolarización del crédito del sistema financiero. Si bien el indicador de morosidad se mantiene estable, un crecimiento de la economía menor al esperado podría afectar la capacidad de pago de los deudores.

El riesgo cambiario crediticio aún es relevante para las empresas cuyos ingresos son principalmente en moneda nacional y se financian en dólares, sobre todo ante una variación abrupta del tipo de cambio, que podría derivarse de un escenario internacional adverso.

Cuadro 1.1
INDICADORES PARA EVALUAR LA ESTABILIDAD FINANCIERA

	Dic.12	Dic.13	Set.14	Dic.14	Mar.15	Set.15
Dolarización del crédito del sistema financiero (%)	48,0	43,1	41,2	38,9	36,2	31,1
Ratio de capital global del sistema financiero (%) 1/	14,5	14,0	14,8	14,3	14,2	14,7
Ratio de morosidad del sistema financiero (%) 2/	3,3	3,6	4,0	4,0	4,1	4,0
ROA del sistema financiero (%)	2,2	2,0	1,9	1,9	2,0	2,1
Ratio de liquidez de las AFP (%) 3/	4,3	13,3	10,6	7,1	7,6	11,1
Ratio de liquidez de los Fondos Mutuos (%) 3/	53,6	68,9	75,9	79,7	80,0	81,8
Tenencias de bonos soberanos de Inversionistas No Residentes (% del total)	56,2	51,9	39,3	38,3	39,6	37,0
Instrumentos de deuda privada / Portafolio total de inversionistas institucionales (%)	14,2	13,2	12,2	12,0	12,2	13,2
PBI (Variación % anual) 4/	6,3	5,6	3,9	2,4	1,6	2,6
Tipo de Cambio (Variación % anual)	-5,4	9,6	3,9	6,8	10,3	11,5

1/ Última información disponible a agosto de 2015.

2/ Cartera morosa / colocaciones brutas.

3/ Depósitos en el sistema financiero / valor total del portafolio.

4/ Última información disponible a agosto de 2015.

n.d. = no disponible.

Fuente: BCRP.

2. **En el año 2015, se espera un crecimiento de la economía mundial ligeramente menor al registrado el año anterior por la desaceleración de las economías emergentes y en desarrollo, pese a que se prevé un repunte gradual de las economías avanzadas.** De acuerdo con el *World Economic Outlook* (WEO), para el año 2015 se proyecta un crecimiento de 3,1%, (versus 3,4% en 2014). Sin embargo, se estima que el crecimiento de la economía mundial se fortalecerá en el año 2016, pudiendo alcanzar una tasa de hasta 3,8%.

El entorno internacional presenta varios factores que pueden afectar la estabilidad de las economías emergentes. Por un lado, la incertidumbre sobre la trayectoria del inminente incremento de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos puede ocasionar una alta volatilidad en los mercados financieros, trayendo como consecuencia una probable salida de capitales de las economías emergentes y que dichas economías afronten escenarios de depreciación de sus monedas.

Por otro lado, la desaceleración económica en China trajo consigo la inestabilidad en su mercado de capitales. Un eventual proceso de ajuste económico en ese país podría conllevar a una menor demanda por bienes importados y, consecuentemente, generar mayores presiones a la baja en los precios de los *commodities*, afectando negativamente a los países emergentes exportadores de estas materias primas.

3. **Un deterioro de la situación internacional y de las condiciones internas podría conllevar a un crecimiento menor al esperado de la economía nacional, lo que afectaría la capacidad de pago de los deudores.** El crecimiento de la actividad económica podría verse menoscabado también por factores internos tales como el retraso en la ejecución de las inversiones privadas o públicas, y que el Fenómeno El Niño tenga una intensidad mayor a la esperada.

El menor crecimiento de la economía doméstica podría afectar con más intensidad a las micro y pequeñas empresas (MYPE), a las medianas empresas y a los hogares, por ser los segmentos más sensibles a las fluctuaciones del ciclo económico. En los últimos doce meses, el ratio de morosidad aumentó en las MYPE (9,9% a 10,1%), en las medianas empresas (de 6,6% a 7,9%) y en los hipotecarios (1,7% a 2,1%). En el caso de los créditos de consumo, el ratio de morosidad se redujo (de 5% a 4,8%) por los castigos de cartera efectuados por las entidades financieras.

Las entidades no bancarias son las más expuestas a esta menor calidad de cartera, especialmente porque su cartera MYPE representa el 57% de sus colocaciones (versus 8% en la banca). Algunas de esas entidades han ajustado su política crediticia y otras han elevado el ritmo de castigos de cartera. Todo ello ha incidido en un menor crecimiento de la cartera MYPE y en la desaceleración del crecimiento de la cartera morosa de dichos créditos (de 15% a 1,7%) en los últimos doce meses.

Por otra parte, el efecto de un Fenómeno El Niño más severo impactaría en mayor medida en aquellas entidades de menor tamaño que mantienen una alta exposición geográfica y sectorial a dicho fenómeno (por ejemplo, los sectores agrícola, pesca, manufactura y comercio de los segmentos MYPE y medianas empresas que operan en las zonas geográficas con mayor impacto esperado). Ello debido a que dicho fenómeno deteriora el ciclo productivo y comercial de estas empresas, reduciendo temporalmente su flujo de caja e incrementando la probabilidad de incumplimiento en el pago de sus obligaciones.

Por ello, es relevante que las entidades financieras continúen implementando medidas para mejorar sus niveles de solvencia y de gestión de riesgos, así como su





gobierno corporativo a fin de agilizar eventuales aportes de capital que las entidades financieras requieran ante un mayor deterioro en la calidad de sus créditos.

4. **En un escenario de estrés, las entidades financieras deteriorarían sus indicadores de calidad de activos afectando en mayor medida a aquellas entidades con mayor participación en créditos MYPE y de medianas empresas.**

En la construcción de los escenarios base¹ y de estrés (escenario menos favorable)², se consideran las proyecciones de las variables macroeconómicas para el periodo setiembre 2015 – setiembre 2016 publicadas en el Reporte de Inflación de diciembre de 2015.

En el escenario base, las proyecciones emplean una tasa de crecimiento anual del PBI de 2,9% para 2015 y de 3,8% para setiembre de 2016; mientras que en el escenario de estrés, la tasa de crecimiento anual del PBI a considerar es de 1,4% para 2015 y de -0,3% para setiembre de 2016. Cabe señalar que el menor crecimiento económico del escenario de estrés respecto del último publicado en mayo de 2015, considera menores términos de intercambio; mientras que en el escenario base se considera un Fenómeno El Niño de moderado a fuerte.

En la evaluación prospectiva de las entidades financieras, se utilizó el modelo de proyección para el sistema financiero cuya metodología fue publicada en el REF de mayo de 2014³. Con esa información, se obtuvo la proyección del ratio de morosidad de la banca y de las cajas municipales⁴.

Cuadro 1.2 RATIO DE MOROSIDAD EN LOS ESCENARIOS BASE Y DE ESTRÉS (%)				
	Banca		Cajas Municipales	
	Base	Estrés	Base	Estrés
Set. 15	3,6	3,6	8,4	8,4
Mar. 16	3,8	4,2	8,9	9,7
Set. 16	3,9	4,7	9,0	10,5

Elaboración: BCRP.

En el escenario base, el ratio de morosidad, tanto en la banca como en las cajas municipales sube inicialmente para luego mantenerse estable, en respuesta a la

1 Este escenario considera las proyecciones centrales de las variables macroeconómicas.
2 Este escenario considera el valor extremo inferior de las proyecciones de las variables macroeconómicas consideradas en el Reporte de Inflación (con 1% de probabilidad de ocurrencia de acuerdo a su *fan chart*).
3 Recuadro 7, página 90.
4 El modelo de proyección se va ajustando de manera dinámica a efectos de incorporar las acciones tomadas por las propias entidades financieras en los últimos seis meses para el fortalecimiento de su situación financiera.

aceleración del crecimiento económico durante el año 2016. Por otro lado, en el escenario de estrés, dicho ratio crece en respuesta a una mayor desaceleración considerada para el crecimiento económico.

Como ya se mencionó en los anteriores Reportes de Estabilidad Financiera, no se realizaron ejercicios de pruebas de estrés para las financieras y cajas rurales, debido a las limitaciones estadísticas para aplicar modelos econométricos para ambos casos y a la poca disponibilidad de datos en las entidades financieras, pues varias de ellas han iniciado sus operaciones en años recientes o han dejado de operar en el mercado⁵; y, otras recién vienen captando depósitos pues antes eran EDPYMES.

Por su parte, las cajas rurales tienen una escala operativa baja (sus activos representan el 0,2% del total del sistema financiero), la cual resta eficiencia al poder de predicción del modelo de proyección.

5. **Durante los próximos doce meses y ante un eventual escenario de menor ritmo de crecimiento económico, la banca, en conjunto, seguiría manteniendo una posición financiera sólida.**

Cuadro 1.3 INDICADORES FINANCIEROS DE LA BANCA (%)					
	Set.15	Escenario base		Escenario de estrés	
		Mar.16	Set.16	Mar.16	Set.16
SOLVENCIA					
Patrimonio efectivo (PE) (Millones S/)	40 490,7	42 702,8	45 061,2	42 151,4	43 794,2
Ratio de capital global	14,7	15,2	15,6	16,0	16,5
CALIDAD DE CARTERA					
Cartera morosa/Colocaciones brutas (%)	3,6	3,8	3,9	4,2	4,7
RENTABILIDAD					
ROA	2,2	2,1	2,0	1,9	1,6
ROE (% sobre patrimonio)	22,1	21,3	20,0	19,1	15,3
LIQUIDEZ					
Activos líquidos/pasivos	47,7	51,5	51,9	58,5	59,1

Elaboración: BCRP.

Los resultados del modelo de proyección para la banca, considerando las proyecciones del PBI en el escenario base, señalan que el ratio de morosidad se incrementaría a 3,9% y el ROA se reduciría a 2% en los próximos doce meses.

En el escenario de estrés, los indicadores de calidad de activos y de rentabilidad se deteriorarían moderadamente con respecto a los registrados en el escenario base,

5 La empresa financiera Edyficar, además, transfirió la mayor parte de sus activos y pasivos a Mibanco en marzo de 2015, con lo que el nivel de los activos de las empresas financieras en su conjunto se redujo en casi un tercio. En las CRAC, Luren y Credinka dejaron de formar parte de este grupo, la primera al ser intervenida por la SBS y adquirida por CMAC Arequipa; y la segunda al fusionarse con Financiera Nueva Visión.





debido al eventual aumento de los gastos en provisiones por el incremento del ratio de morosidad de la cartera MYPE y medianas empresas, segmentos afectados por un menor crecimiento del PBI.

En ambos escenarios, el patrimonio efectivo en la proyección aumenta con respecto al observado en setiembre de 2015, por la constitución de provisiones genéricas y la capitalización del 60% de sus utilidades. Este último supuesto es en base a la capitalización promedio efectuada por la banca en los dos últimos años.

El ratio de capital global es mayor en el escenario de estrés respecto al observado en el escenario base, por el efecto del menor crecimiento de las colocaciones y con ello el de los activos ponderados por riesgo (APR). Como en el escenario base, el patrimonio efectivo crece como resultado de la capitalización del 60% de las utilidades que la banca continúa realizando en dicha situación de estrés.

6. **Los estimados para la banca en ambos escenarios muestran mejores indicadores de calidad de cartera y de rentabilidad con respecto a los resultados de la prueba de estrés para marzo de 2016 publicados en el REF de mayo de 2015.** Este mejor resultado refleja las medidas correctivas implementadas por la banca para evitar un mayor deterioro en la calidad de su cartera así como los esfuerzos realizados para mejorar su fortaleza patrimonial, lo cual mejoró los indicadores de setiembre de 2015 con respecto a los esperados en el Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2015.

Cuadro 1.4				
INDICADORES FINANCIEROS DE LA BANCA A MARZO DE 2016 (%)				
<i>(Reporte de Estabilidad Financiera actual vs mayo de 2015)</i>				
	Escenario base		Escenario de estrés	
	REF May.15	REF Nov.15	REF May.15	REF Nov.15
SOLVENCIA				
Patrimonio efectivo (PE) (Millones S/)	38 724,4	42 702,8	38 651,3	42 151,4
Ratio de capital global	14,0	15,2	14,5	16,0
CALIDAD DE CARTERA				
Cartera morosa/Colocaciones brutas (%)	4,2	3,8	4,7	4,2
RENTABILIDAD				
ROA	1,5	2,1	0,9	1,9
ROE (% sobre patrimonio)	14,6	21,3	8,9	19,1
LIQUIDEZ				
Activos líquidos/pasivos	48,6	51,5	48,8	58,5
Elaboración: BCRP.				

La banca ha tomado diversas medidas correctivas, como la mejora en sus procesos de otorgamiento de créditos y de seguimiento de cartera, lo que ha atenuado el crecimiento de los créditos a las medianas empresas e inclusive ha contraído sus créditos a las MYPE. Asimismo, cabe señalar que los créditos reprogramados por la banca han crecido en 150% anual, alcanzado el 0,7% del total de sus colocaciones (0,3% en setiembre de 2014), que le permite mantener en clasificación de riesgo

Normal a los deudores con problemas temporales en su capacidad de pago, suspendiendo así la obligación de constituir provisiones específicas. Sin embargo, los créditos reprogramados podrían implicar una menor calidad de cartera para la banca si se materializa un escenario de menor crecimiento económico como el de la situación de estrés ya que ello afectaría aún más la capacidad de pago de estos deudores.

La banca también ajustó sus gastos financieros y operativos, a fin de atenuar los efectos del mayor gasto de provisiones y de las menores tasas de interés activas sobre la rentabilidad. A ello se añade el fortalecimiento patrimonial efectuado por la banca, mediante la capitalización de utilidades (en promedio, 60% en los bancos de mayor tamaño), los aportes de capital en efectivo y la emisión de bonos subordinados que son computables en el patrimonio efectivo de Nivel 2, lo cual mejora el nivel de patrimonio efectivo de setiembre de 2015 respecto al esperado en el último reporte publicado.

7. **Utilizando los mismos supuestos para el cálculo de la prueba de estrés, la situación financiera de las cajas municipales podría debilitarse, al deteriorarse sus indicadores de morosidad y de rentabilidad.**

Cuadro 1.5 INDICADORES FINANCIEROS DE LAS CAJAS MUNICIPALES (%)					
	Set.15	Escenario base		Escenario de estrés	
		Mar.16	Set.16	Mar.16	Set.16
SOLVENCIA					
Patrimonio efectivo (PE) (Millones S/)	2 563,5	2 638,4	2 779,1	2 518,5	2 612,0
Ratio de capital global	14,6	14,9	15,4	14,6	15,6
CALIDAD DE CARTERA					
Cartera morosa/Colocaciones brutas (%)	8,4	8,9	9,0	9,7	10,5
RENTABILIDAD					
ROA	2,0	1,6	1,8	0,7	0,6
ROE (% sobre patrimonio)	14,8	11,7	13,3	5,0	4,2
LIQUIDEZ					
Activos líquidos/pasivos	27,0	28,8	31,5	28,3	32,5

Elaboración: BCRP.

En el escenario base, el ratio de morosidad de las CM se incrementa inicialmente a 8,9% para luego mantenerse estable, en respuesta a la aceleración del crecimiento económico durante el año 2016, mientras que el ROA se reduciría ligeramente hacia 1,8%. Por otro lado, en el escenario de estrés⁶, los indicadores de calidad de cartera se deteriorarían aún más, mientras que los de rentabilidad se reducirían significativamente, principalmente por los mayores gastos en provisiones, en un contexto en el que las CM ya utilizaron el 87% de sus provisiones procíclicas en el periodo de octubre de 2014 a setiembre de 2015. Si bien las CM, en conjunto,

6 En este escenario, la cartera morosa crece en 20%.





siguen generando utilidades, es de esperar que algunas entidades registren pérdidas, sobre todo aquellas que actualmente muestran altos indicadores de morosidad.

En ambos escenarios, el patrimonio efectivo en la proyección a setiembre de 2016 aumenta con respecto al observado en setiembre de 2015, por la constitución de provisiones genéricas y la capitalización del 50% de sus utilidades. Este último supuesto en base a la tasa mínima de capitalización requerida en la norma de funcionamiento de las CM (D.S N° 157-90-EF).

Así, el ratio de capital global es mayor en el escenario de estrés que en el escenario base, por el efecto del menor crecimiento de las colocaciones y con ello el de sus activos ponderados por riesgo (APR). El patrimonio efectivo crece como resultado de la capitalización del 50% de utilidades que las cajas municipales continúan realizando en dicha situación de estrés.

8. **Los resultados del escenario de estrés para marzo de 2016 muestran igualmente un menor deterioro de la posición financiera de las CM con respecto a la proyección publicada en el REF de mayo de 2015.** Como en el caso de la banca, la proyección para las CM toma en cuenta las medidas adoptadas por las CM para salvaguardar sus niveles de solvencia que han mitigado el impacto de la revisión a la baja del crecimiento económico, lo cual en dicho contexto mejora los indicadores realizados a setiembre de 2015 con respecto a los esperados en el último reporte.

	Escenario base		Escenario de estrés	
	REF May.15	REF Nov.15	REF May.15	REF Nov.15
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS CAJAS MUNICIPALES A MARZO DE 2016 (%) (Reporte de Estabilidad Financiera actual vs mayo de 2015)				
SOLVENCIA				
Patrimonio efectivo (PE) (Millones S/)	2 450,3	2 638,4	2 431,7	2 518,5
Ratio de capital global	14,4	14,9	15,1	14,6
CALIDAD DE CARTERA				
Cartera morosa/Colocaciones brutas (%)	9,8	8,9	11,3	9,7
RENTABILIDAD				
ROA	1,4	1,6	0,4	0,7
ROE (% sobre patrimonio)	9,6	11,7	2,7	5,0
LIQUIDEZ				
Activos líquidos/pasivos	31,0	28,8	31,9	28,3

Elaboración: BCRP.

Así, las cajas municipales implementaron medidas para salvaguardar su solvencia patrimonial, entre ellas: aportes de capital recibidos en efectivo o mediante la transferencia de inmuebles y la obtención de mayor deuda subordinada, principalmente con COFIDE. Estas acciones incrementaron el nivel de patrimonio efectivo de setiembre de 2015 por encima del nivel esperado, por lo que el proyectado para los siguientes doce meses es mayor que el del último Reporte de Estabilidad Financiera.

En el caso de la rentabilidad, las CM efectuaron ajustes en sus gastos financieros, disminuyendo sus tasas de interés pasivas sin afectar el nivel de sus captaciones, a fin de atenuar el efecto de la disminución de las tasas de interés activas sobre su margen financiero. Asimismo, atenuaron el efecto del requerimiento de mayores provisiones específicas sobre su rentabilidad con el uso de parte de sus provisiones procíclicas (87% entre octubre de 2014 y setiembre de 2015), lo cual significó una rentabilidad mayor a la proyectada hacia marzo de 2016.

Las medidas tomadas por las CM han atenuado el efecto negativo del menor crecimiento de la actividad económica sobre su situación financiera. Por ello, es importante que esas entidades continúen implementando medidas orientadas a mejorar la gestión de su negocio y de la administración de riesgos, y agilizar los procesos de reforzamiento patrimonial, ya sea mediante aportes de capital de sus propietarios o la inclusión de socios estratégicos, a fin de estar en mejor capacidad para afrontar eventuales escenarios macroeconómicos adversos.

9. **A pesar de la disminución de la dolarización del crédito del sistema financiero, el riesgo cambiario crediticio del sistema financiero⁷ es aún relevante ante bruscas variaciones del tipo de cambio, sobre todo en situaciones de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales.** La vulnerabilidad de la economía a este riesgo viene reduciéndose como resultado de la continua disminución en la dolarización financiera, en un contexto de estabilidad monetaria en nuestra economía y de la implementación de medidas prudenciales orientadas a desincentivar el crédito en dólares⁸.

La dolarización de los créditos en la banca viene reduciéndose sostenidamente (de 42% en setiembre de 2014 a 31% en setiembre de 2015⁹), con una mayor intensidad en las empresas de mayor tamaño, que han decidido cambiar su deuda en dólares con bancos locales e internacionales a deuda en moneda nacional, a fin de atenuar su exposición al riesgo cambiario. Así, en las empresas de mayor tamaño (corporativas, grandes y medianas empresas) el ratio de dolarización se ubica en 48% (64% en setiembre de 2014). En el caso de los hogares¹⁰, los créditos vehiculares e hipotecarios se ubican en 50% y 27%, respectivamente, con una

7 Es aquel riesgo que enfrentan las entidades financieras debido al descalce de monedas de los prestatarios que tienen obligaciones en dólares y generan ingresos en soles. Ello conlleva a que, en caso de depreciaciones abruptas de la moneda doméstica, la deuda total de los prestatarios, expresada en moneda nacional, se incremente por la elevación del tipo de cambio, lo que puede provocar dificultades en la capacidad de pago de los deudores y generar así un deterioro en la cartera de las entidades financieras.

8 La SBS elevó el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito a aquellos créditos denominados en moneda extranjera. Por su parte, el BCRP estableció mayores requerimientos de encaje en función al crecimiento de los créditos en moneda extranjera desde el año 2013 e implementó medidas adicionales para promover la reducción del saldo de los créditos en dólares a fines de 2014.

9 En el caso de las entidades no bancarias, la dolarización de sus colocaciones es 5,4%.

10 La mayoría de los hogares no genera sus ingresos en moneda extranjera y, además, tienen poca capacidad para cubrirse del descalce de monedas en el mercado cambiario, por lo que serían los prestatarios más expuestos ante depreciaciones cambiarias significativas.



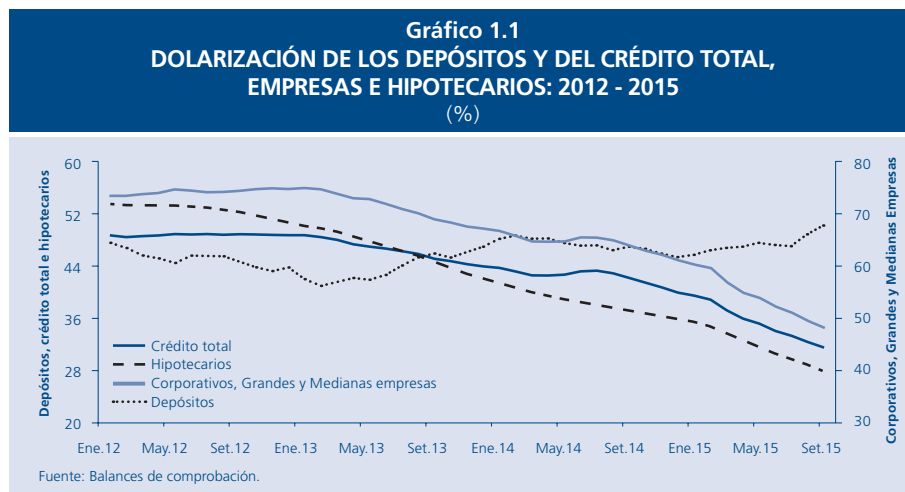


reducción significativa en los préstamos hipotecarios, segmento en el cual los nuevos créditos se conceden principalmente en moneda nacional.

Por ello, es importante que las entidades financieras continúen reduciendo la dolarización de sus créditos, incorporando el riesgo cambiario crediticio de manera explícita en sus modelos internos de asignación crediticia e impulsando el desarrollo del mercado de coberturas que aún se encuentra concentrado en algunas empresas corporativas. De esa forma, los incentivos para endeudarse en moneda extranjera para las empresas que generan ingresos en moneda nacional se atenuarían si el costo de los préstamos en dólares incorporara también el costo de las coberturas cambiarias pertinentes. Con ello, el riesgo cambiario sería internalizado por los deudores.

En cuanto a las empresas no financieras, algunas de ellas, especialmente las que operan en el sector exportador (minería y agropecuario) y de servicios públicos (electricidad y gas), que concentran el 30% de los créditos en dólares, no generan exposición al riesgo cambiario, pues tienen sus ingresos principalmente en moneda extranjera. Sin embargo, en el resto de estas empresas, la exposición al riesgo cambiario sería mayor como aquellas de los sectores industriales (alimentos y acero, cemento y minerales no metálicos) y comercio, pues perciben sus ingresos en moneda nacional.

10. **Si bien los créditos en moneda extranjera del sistema financiero vienen disminuyendo como consecuencia de las medidas aplicadas por el Banco Central, los depósitos en dicha moneda vienen aumentando por las expectativas de depreciación de la moneda local.** Como se aprecia en el Gráfico 1.1, la dolarización del crédito total se redujo de 42,2% a 31,1% entre setiembre de 2014 y setiembre de 2015. Sin embargo, la dolarización de los depósitos se elevó de 47% a 51% en ese mismo período, aunque se espera que esta disminuya conforme la volatilidad en el mercado cambiario se normalice y se comporte acorde con los fundamentos macroeconómicos internos.



11. **Las operaciones de reporte de monedas realizadas por el Banco Central han permitido proveer recursos en moneda nacional y evitar un descalce de activos y pasivos de moneda extranjera en el sistema financiero proveniente de la mayor dolarización de los depósitos y la desdolarización de los créditos.**



Estas operaciones de reporte de monedas del Banco Central buscan incentivar el otorgamiento de créditos en moneda nacional brindando al sistema financiero una mayor estabilidad en sus operaciones activas por ser fuentes de financiamiento en moneda nacional de mediano plazo. En vista que la moneda extranjera utilizada como colateral de estas operaciones es depositada en el Banco Central¹¹, en condición de depósitos restringidos, los fondos disponibles del sistema financiero en moneda extranjera pasaron de 35% a 46% del total de activos en dicha moneda en los últimos doce meses.

Si bien estas operaciones de reporte de monedas han aumentado su participación entre las fuentes de financiamiento de las empresas del sistema financiero, se debe tener presente que no representan una mayor exposición de dichas empresas al riesgo de liquidez pues constituye un financiamiento de mediano y largo plazo.

12. **La liquidez del mercado bursátil peruano podría deteriorarse aún más ante una eventual reclasificación de emergente a fronterizo, pues probablemente originaría una importante salida de capitales.** Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI) agregó al mercado bursátil peruano a la lista de los países en revisión hasta junio de 2016, para evaluar si éste se mantendría en el índice de mercados emergentes o sería trasladado al de mercados fronterizos. Dicha revisión

11 Mediante las operaciones de reporte de monedas, el BCRP otorga financiamiento en soles recibiendo como colateral un depósito en moneda extranjera por un monto equivalente calculado al tipo de cambio de la fecha de operación. Existen tres tipos de repo de monedas, el repo de monedas regular, repo de monedas de expansión y repo de monedas de sustitución.





está asociada a la reducida liquidez del mercado de valores local. Una eventual reclasificación a mercado fronterizo podría impulsar una salida de capitales, debido a que muchos inversionistas no residentes utilizan los índices elaborados por MSCI para establecer los *benchmarks* de sus portafolios.

13. **Las empresas corporativas expuestas al riesgo cambiario tienen una posición financiera menos sólida que las empresas con baja o nula exposición al riesgo cambiario.** La debilidad de su situación financiera podría conllevar una menor capacidad de pago de sus obligaciones como se refleja en el deterioro de sus indicadores de apalancamiento y de cobertura de intereses.

La apreciación del dólar impacta negativamente en los resultados financieros de estas empresas, ya que cuentan con una posición de cambio negativa que no ha sido cubierta adecuadamente a través de instrumentos derivados. Asimismo, una apreciación del dólar conlleva un aumento de los gastos financieros, expresados en soles, generados por pasivos en dólares.

Igualmente, las empresas corporativas que han realizado emisiones de deuda en el mercado internacional y que no tomaron oportunamente cobertura o tomaron coberturas parciales ante el incremento del costo de éstas, han visto afectada su situación financiera por el incremento en el tipo de cambio. La pérdida por diferencia de cambio registrada por algunas empresas corporativas puede debilitar su situación financiera y afectar negativamente las cotizaciones de sus acciones en el mercado bursátil.

14. **Las insuficientes oportunidades de inversión en el mercado de capitales doméstico continúan constituyendo una limitación para que los inversionistas institucionales administren eficientemente sus portafolios.**

Ante la insuficiente oferta de activos financieros en el mercado doméstico local, tanto las AFP como los fondos mutuos mantienen una proporción importante de sus portafolios de inversión en activos líquidos de corto plazo. Estos inversionistas institucionales no tienen acceso a suficientes activos locales que coincidan con su horizonte de inversión, afectando negativamente su rentabilidad potencial.

De acuerdo al indicador del grado de desarrollo del mercado de capitales, los inversionistas institucionales tienen un limitado desarrollo en el Perú. Esto afecta negativamente la liquidez y, a su vez, desincentiva a las empresas para que se financien a través de bonos y/o acciones en el mercado bursátil. A ello se suma el deterioro de los indicadores de institucionalidad en el país, lo que desincentiva el ingreso de nuevos participantes en el mercado (emisores e inversionistas), lo que finalmente atenta contra el desarrollo del mercado de capitales local y la oferta de activos financieros de mediano o largo plazo.

15. **La mayor participación de los inversionistas institucionales locales en el saldo de bonos soberanos, ante el retiro gradual de los inversionistas no residentes, podría generar una reducción de la liquidez de este mercado.**

Una mayor concentración de tenencias de bonos soberanos por parte de los inversionistas locales (entre los cuales, se encuentran los fondos privados de pensiones y las compañías de seguro) podría reducir la liquidez del mercado e impactar adversamente en las tasas de interés de los bonos soberanos, debido a su horizonte de inversión así como a la conducta de *buy & hold* que desarrollan (en algunos casos, por la escasez de instrumentos de inversión alternativos),

Esta situación se puede agravar ante la eventual normalización de la política monetaria en Estados Unidos, que llevaría a que los inversionistas no residentes reduzcan aún más sus posiciones en bonos soberanos, las que serían absorbidas por los inversionistas institucionales locales.





II. EVALUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

II.1 Panorama del sistema financiero

16. **En los últimos doce meses, el sistema financiero¹² aumentó sus activos en S/ 59,5 mil millones alcanzando un total de S/ 377,8 mil millones.** La banca registra una participación de 89,8% y 91,5% en los créditos y en los depósitos del sistema financiero, respectivamente (87,4% y 89,8% en setiembre de 2014).

En ese periodo, CRAC Señor de Luren fue intervenida y liquidada por la SBS en junio de 2015 mientras que CRAC Credinka se convirtió en empresa financiera luego de absorber a Financiera Nueva Visión en setiembre último. Cabe indicar que si bien Financiera Edyficar transfirió su cartera de créditos a Mibanco, aún permanece como empresa financiera con un capital social de S/ 13 millones.

Cuadro 2.1
ACTIVOS FINANCIEROS Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO
(A setiembre de 2015. Millones de S/)

	Activos	Participación (%)			Número de Entidades
		Activos	Créditos	Depósitos	
Total	377 768	100,0	100,0	100,0	60
1. Banca	346 412	91,7	89,8	91,5	17
2. No Banca	31 356	8,3	10,2	8,5	43
- Financieras	10 592	2,8	3,6	2,1	12
- Cajas Municipales	18 462	4,9	5,8	6,1	12
- Cajas Rurales	708	0,2	0,2	0,2	8
- Edpymes	1 594	0,4	0,6	0,0	11

Fuente: Balances de comprobación.

17. **El sistema financiero, en general, se mantiene estable, a pesar del aumento de los indicadores de morosidad en la banca y de la desaceleración de las colocaciones.** De acuerdo al índice de fortaleza financiera (IFF)¹³, la banca muestra,

12 No se incluye 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, Banco de la Nación, Agrobanco y el Fondo Mivivienda.

13 El IFF sintetiza la posición financiera de un grupo de entidades mediante la agregación de cinco categorías de riesgo (suficiencia de capital, calidad de activos, eficiencia operativa, rentabilidad y liquidez) y toma valores discretos del 1 al 5 (a menor valor del IFF, más sólida el grupo de entidades). Los umbrales son diferenciados entre la banca y las entidades no bancarias y se obtuvieron en base a la distribución conjunta de los 9 bancos y 29 entidades no bancarias que han operado desde 2001. Ver Recuadro 1 del REF de mayo de 2015.

en promedio, una posición “solvente”; las financieras, las CM y las CRAC, una posición “moderadamente solvente”.

Cuadro 2.2
PRINCIPALES INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO: SET.14 Y SET.15

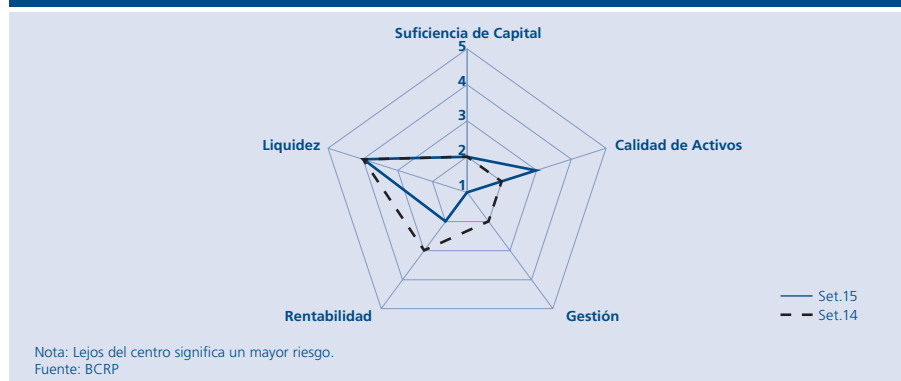
	Índice de Fortaleza Financiera		Patrimonio Efectivo (% de los activos y contingentes ponderados por riesgo 1/)		Cartera Morosa (% de las colocaciones)		Gastos Operativos (% del activo)		Utilidades (% del activo)		Activos líquidos / Pasivos de corto plazo, MN (%)	
	Set.14	Set.15	Ago.14	Ago.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15
Banca	2,6	2,4	13,9	14,5	3,4	3,6	3,6	3,4	2,0	2,2	26,8	26,3
Financieras	3,6	3,6	17,2	17,5	8,1	7,5	13,2	13,1	1,5	2,6	23,4	19,7
Cajas Municipales	3,4	3,6	14,6	14,8	8,7	8,4	8,2	8,6	1,7	2,0	34,5	29,2
Cajas Rurales 2/	3,6	3,8	16,4	14,3	10,2	11,6	12,4	13,8	-1,5	-2,5	46,9	36,9

1/ Última información disponible en el portal SBS a agosto de 2015.

2/ Excluye Señor de Luren y Credinka.
Fuente: Balances de comprobación y SBS.

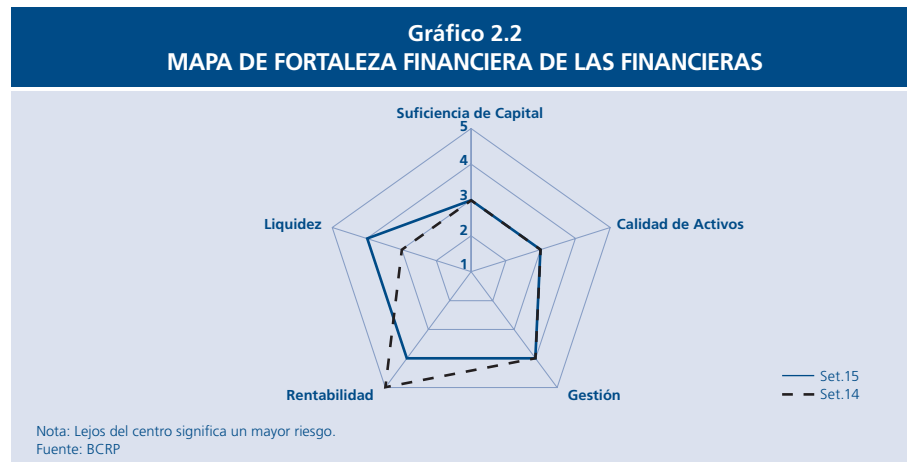
18. **La banca registra adecuados niveles de suficiencia de capital y una mejora de sus niveles de rentabilidad.** Sin embargo, muestra leves deterioros en sus indicadores de liquidez y de calidad de activos, principalmente en los segmentos de medianas y pequeñas empresas y, en menor medida, en los créditos hipotecarios.

Gráfico 2.1
MAPA DE FORTALEZA FINANCIERA DE LA BANCA



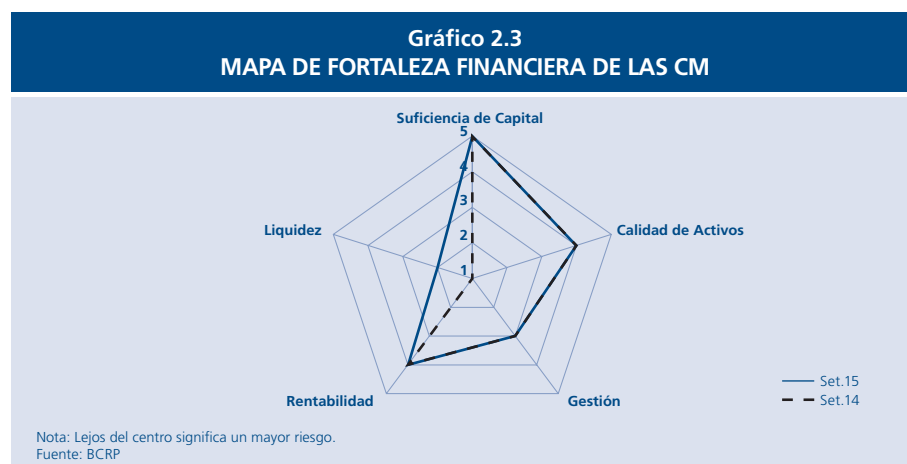
19. **Las financieras muestran mejoras en sus indicadores de rentabilidad y menores niveles de liquidez en los últimos doce meses.** La mayor rentabilidad obedece al uso de las provisiones procíclicas, que posibilita la realización de provisiones específicas, lo que conlleva menores gastos por este concepto.



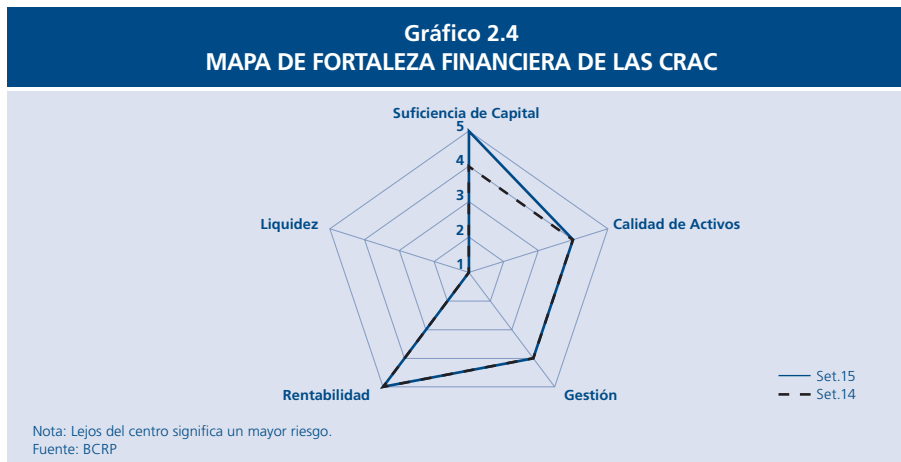


20. **Las CM registran bajos niveles de suficiencia de capital y una leve disminución en sus indicadores de liquidez.** El problema estructural de las CM es la debilidad de su gobierno corporativo que está sujeto al ciclo político y que interfiere severamente en su proceso de otorgamiento de créditos y de gestión de riesgos. Sin embargo, las CM tienen como principal fortaleza el mantenimiento de adecuados indicadores de liquidez.

En los últimos doce meses, las CM redujeron sus tasas de interés pasivas y atenuaron el efecto del requerimiento de mayores provisiones específicas sobre su rentabilidad con el uso de sus provisiones procíclicas.



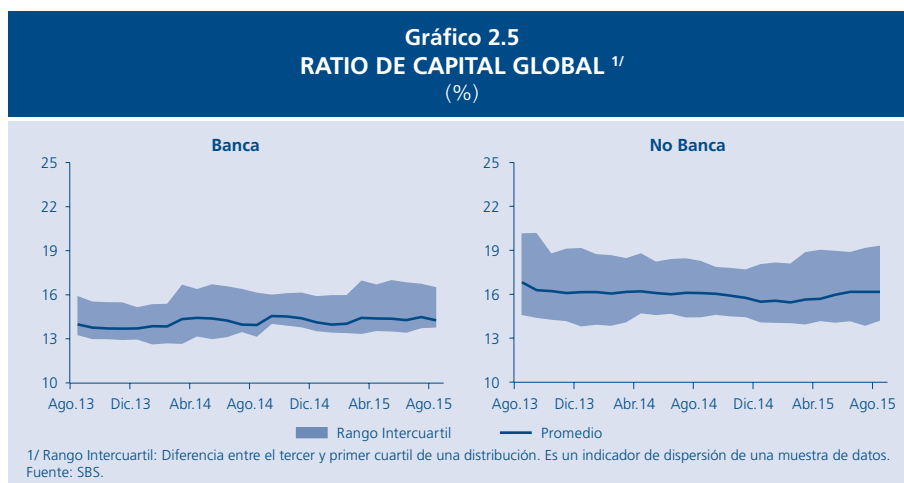
21. **Las CRAC presentan bajos indicadores de suficiencia de capital y de rentabilidad.** Su baja escala operativa (sus activos representan el 0,2% del total del sistema financiero) no les permite cubrir sus gastos operativos ni sus provisiones. Sin embargo, las CRAC muestran adecuados indicadores de liquidez y están inmersas en procesos de saneamiento de su cartera con el apoyo de aportes de capital de sus accionistas.



Suficiencia de Capital

22. **En los últimos doce meses, el ratio de capital global¹⁴ se incrementó tanto en la banca como en las entidades no bancarias.**

En el caso de la banca, la mejora de la suficiencia de capital obedeció a la capitalización de utilidades y a la emisión de bonos subordinados, principalmente en los bancos de mayor tamaño.



14 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 General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS (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.





En las entidades no bancarias, la mejora del indicador se debió a la capitalización de utilidades generadas en años anteriores, a la obtención de préstamos subordinados de COFIDE y a los aportes de capital efectuados por sus accionistas, especialmente en aquellas entidades con altos indicadores de morosidad y pérdidas.

Cabe resaltar que todas las entidades tienen ratios de capital global superiores al 10% (mínimo legal requerido), que cubren los requerimientos de patrimonio efectivo adicional establecidos por la SBS, los cuales consideran cinco factores: ciclo económico; concentración individual y sectorial (por sector económico y por regiones); concentración de mercado; riesgo de tasa de interés por el libro bancario; y, propensión al riesgo¹⁵.

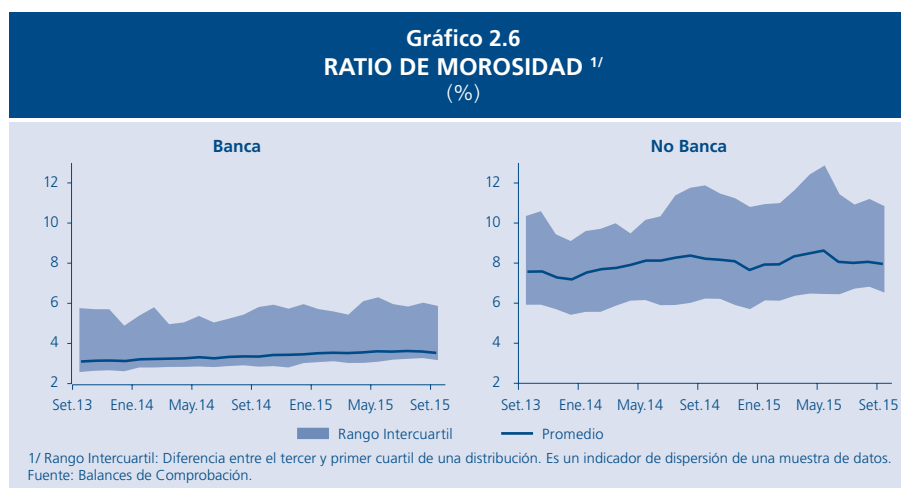
Calidad de Activos

23. **El ratio de morosidad se mantuvo estable en los últimos doce meses, dada las medidas correctivas en la política crediticia adoptadas por las entidades financieras.** Por tipo de crédito, sin embargo, se observa mayores índices de morosidad en el segmento de las medianas y pequeñas empresas, así como en los créditos hipotecarios.

Cuadro 2.3 RATIO DE CARTERA MOROSA POR TIPO DE CRÉDITO (%)										
	Sistema		Banca		Financieras		CM		CRAC	
	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15
Total	4,0	4,0	3,4	3,6	8,1	7,5	8,7	8,4	10,2	11,6
Total empresas	4,2	4,3	3,5	3,7	8,7	8,8	10,5	10,1	10,7	12,2
Corporativos	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grandes empresas	1,0	1,5	1,0	1,5	29,3	18,4	0,0	2,9	10,3	0,0
Medianas empresas	6,6	7,9	6,4	7,7	6,8	5,6	8,7	11,7	9,6	13,8
Pequeñas empresas	11,0	11,7	9,9	12,0	10,7	11,0	12,1	11,3	14,3	15,6
Microempresas	6,9	6,1	4,4	3,8	6,4	6,3	8,8	7,9	8,4	10,2
Total hogares	3,5	3,6	3,3	3,5	7,3	5,8	3,3	3,4	6,5	6,6
Consumo	5,0	4,8	4,9	4,8	7,4	5,8	3,7	3,8	6,6	6,7
Tarjeta de Crédito	5,7	5,1	5,6	5,1	7,5	5,2	-	-	-	-
Préstamos	4,7	4,7	4,3	4,5	7,9	6,3	3,7	3,7	-	-
Hipotecarios	1,7	2,1	1,7	2,1	4,5	4,8	2,1	2,4	0,0	0,0

Fuente: Balances de comprobación.

15 Se estableció un plazo de 5 años para que las entidades financieras adecuen el total de su patrimonio efectivo al nivel solicitado.



24. **El mayor ratio de morosidad en las pequeñas y medianas empresas así como en el segmento hipotecario se da en un contexto de menor crecimiento de la actividad económica.** En particular, los sectores de comercio, construcción, transporte y manufactura son los que registran los mayores deterioros de la calidad de los activos¹⁶.

Es importante mencionar que los créditos a medianas empresas y a pequeñas empresas registran contracciones a setiembre de 2015 (-0,2 anual y -1,3% anual, respectivamente), mientras que la cartera morosa de dichos créditos (cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada) continúa creciendo, aunque a un ritmo decreciente en los últimos doce meses. Así, la cartera morosa registró una desaceleración en su tasa de crecimiento anual en los últimos doce meses (de 44,2% a 28,1% en las medianas empresas y de 13,5% a 6,6% en las pequeñas empresas).

Esta dinámica obedecería a la confluencia de varios factores, entre ellos los ajustes en la política crediticia de las entidades, el aumento de los castigos de cartera (9,5% más que los castigos efectuados en el año anterior) y el incremento de los créditos reprogramados (crecieron 89,8% anual y alcanzaron un saldo de S/ 1 715 millones a setiembre de 2015)¹⁷.

16 En el periodo enero-julio 2015, los sectores económicos de construcción y manufactura se contrajeron en 7,7% y 2,4%, respectivamente.

17 De acuerdo al Oficio Múltiple de la SBS N° 5345-2010, publicado en febrero de 2010, las entidades financieras pueden reprogramar créditos, no por dificultades en la capacidad de pago, sino ante determinados eventos o situaciones de carácter temporal que afecten la capacidad de pago de los deudores. Además, los créditos reprogramados mantienen la clasificación contable de crédito vigente y no generan provisiones específicas. En caso que el problema de pagos no sea temporal, dichos créditos pasarán a clasificarse como refinanciados, en cuyo caso computan como cartera morosa.



En la banca, los créditos a medianas empresas atenuaron su crecimiento¹⁸, mientras que los créditos a las MYPE se contrajeron, principalmente en los cuatro bancos de mayor tamaño. En las entidades no bancarias, la dinámica del crédito es diferenciada. Por un lado, las entidades con adecuados indicadores de calidad de activos han acelerado su tasa de crecimiento de los créditos. En tanto, aquellas entidades inmersas en procesos de saneamiento de cartera y de reestructuración interna han desacelerado su ritmo de colocaciones e inclusive redujeron su nivel de créditos.

Por su parte, la mayor morosidad en los créditos hipotecarios ha afectado principalmente a los cuatro bancos de mayor tamaño. Asimismo, los deudores de segmentos de menores ingresos registran los mayores ratios de morosidad. No obstante ello, el ratio de morosidad del total de créditos hipotecarios se ha mantenido estable en los últimos tres meses.

25. **Las entidades financieras realizan periódicamente castigos de los créditos¹⁹, a fin de reducir su cartera morosa y, por ende, su ratio de morosidad.**

Cuadro 2.4 CASTIGOS ANUALES POR TIPO DE CRÉDITOS (S/ Millones)								
	Consumo		Pequeñas Empresas		Microempresas		Total	
	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15
Sistema Financiero	2 185	2 533	1 152	1 179	432	431	3 903	4 273
Banca	1847	2072	897	874	160	130	3024	3220
Financieras	286	395	106	119	121	148	532	639
CM	35	42	129	173	126	130	296	348
CRAC	3	3	14	9	15	18	18	28
Edpymes	14	21	6	4	11	6	33	39
Castigos/Colocaciones (%)								
Sistema Financiero	5,71	5,69	5,20	5,21	5,18	5,04	1,85	1,75
Banca	5,74	5,50	6,31	6,33	5,20	4,26	1,61	1,47
Financieras	8,81	10,60	4,97	4,60	6,66	7,61	7,01	7,26
CM	1,43	1,61	2,44	3,06	4,38	4,35	2,27	2,45
CRAC	4,33	5,54	7,85	5,04	6,23	7,51	3,50	5,54
Edpymes	3,98	4,63	1,83	1,13	3,10	1,77	2,75	2,82

1/ Incluye los segmentos de medianas y grandes empresas así como corporativos.
Fuente: SBS.

En los últimos doce meses, el sistema financiero realizó castigos de cartera por S/ 4 273 millones (9,5% más que los castigos efectuados en el año anterior), los

18 Asimismo, en algunos bancos se observa reclasificaciones de crédito de medianas a grandes empresas, lo que ha afectado el ritmo de crecimiento del crédito en ese segmento.

19 La entidad financiera puede proceder al castigo de un crédito clasificado como Pérdida, íntegramente provisionado, cuando exista evidencia real y comprobable de su poca posibilidad de recuperación 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.

cuales se dieron principalmente en la cartera de consumo (59,3% del total de castigos) y MYPE (37,7%). En el segmento de empresas de mayor tamaño (medianas y grandes empresas así como corporativos), los castigos son reducidos, pues sólo representan el 3,1% del total de castigos y se han mantenido relativamente estables con respecto a similar periodo del año anterior.

26. **El sistema financiero enfrenta una contingencia de mayor morosidad derivada de los créditos que se encuentran en situación de reprogramados²⁰.** Estos créditos podrían tornarse en cartera morosa en caso el crecimiento del PBI fuera menor al esperado, dado que ello afectaría la capacidad de pago de los deudores.

A setiembre de 2015, los créditos reprogramados del sistema financiero ascendieron a S/ 1 715 millones (89,8% mayor con respecto a setiembre de 2014), representando el 0,7% de las colocaciones (0,43% en setiembre de 2014). Por grupo de entidades, la banca concentra la mayor parte de dichos créditos (86%), sobre todo en los bancos de mayor tamaño; seguido de las CM (11%). En algunas entidades no bancarias, se observan reducciones del saldo de créditos reprogramados, debido, en parte, a que dichos créditos pasaron a la condición de créditos refinanciados, los cuales forman parte de la cartera morosa.

Cuadro 2.5 CRÉDITOS REPROGRAMADOS DEL SISTEMA FINANCIERO								
	(Millones de S/)			Var. % anual		(% de las colocaciones)		
	Set.13	Set.14	Set.15	Set.14/ Set.13	Set.15/ Set.14	Set.13	Set.14	Set.15
SISTEMA FINANCIERO	674	904	1 715	34,1	89,8	0,36	0,43	0,70
BANCA	379	592	1 482	56,3	150,3	0,23	0,32	0,67
FINANCIERAS	10	20	27	101,3	35,9	0,11	0,18	0,31
CAJAS MUNICIPALES	258	278	187	7,4	-32,7	2,15	2,13	1,32
CAJAS RURALES	10	7	2	-31,3	-69,3	0,65	0,44	0,44
EDPYMES	17	7	18	-56,5	142,6	1,50	0,60	1,28

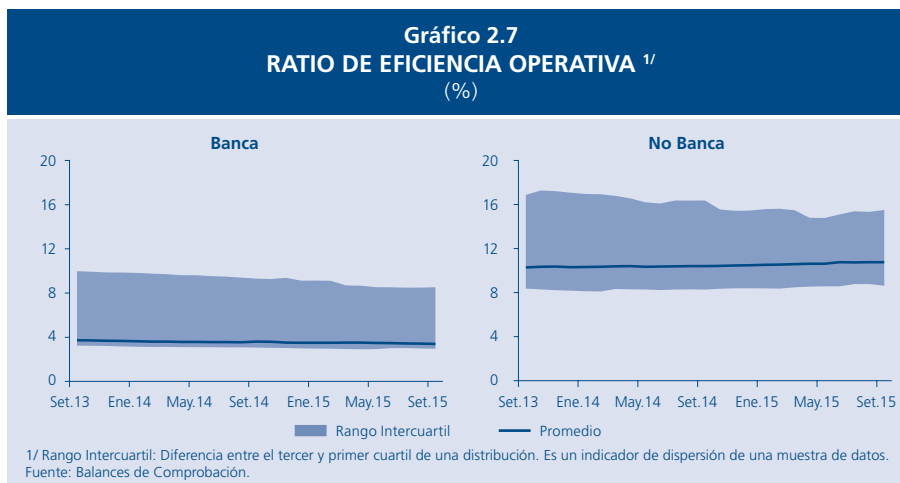
Fuente: Balances de comprobación.

Gestión

27. **La eficiencia operativa (gastos operativos como proporción del activo promedio) mejoró en los últimos doce meses, por los procesos de consolidación y reorganización interna de las entidades financieras.**

²⁰ De acuerdo al Oficio Múltiple de la SBS N° 5345-2010, publicado en febrero de 2010, las entidades financieras pueden reprogramar créditos, no por dificultades en la capacidad de pago, sino ante determinados eventos o situaciones de carácter temporal que afecten la capacidad de pago de los deudores. Además, los créditos reprogramados mantienen la clasificación contable de crédito vigente y no generan provisiones específicas. En caso que el problema de pagos no sea temporal, dichos créditos pasarán a clasificarse como refinanciados, en cuyo caso computan como cartera morosa.





En los últimos años, algunas entidades financieras han llevado a cabo procesos de consolidación (fusiones y adquisiciones) y de reorganización interna, con la finalidad de lograr un mejor manejo del riesgo de crédito y una mayor eficiencia operativa.

Los procesos de consolidación se vienen llevando a cabo principalmente en las entidades especializadas en la atención al segmento MYPE y han venido acompañados de la entrada de nuevos accionistas con mayor solvencia financiera y experiencia en el mercado financiero.

Rentabilidad

28. **La rentabilidad del sistema financiero se incrementó en los últimos doce meses por el menor gasto en provisiones y la mayor eficiencia operativa.**

En la banca, las mayores utilidades están asociadas a la mejora de su eficiencia operativa; y, en parte, a sus ganancias cambiarias. En el caso de las CM y financieras, se observa reducciones en las tasas de interés de los depósitos a plazo y CTS.

El gasto en provisiones en el sistema financiero se redujo ligeramente en los últimos doce meses, pues parte del deterioro de la cartera fue cubierto con el uso de las provisiones procíclicas (equivalente al 3,5% de las provisiones específicas y efectuadas principalmente por las entidades no bancarias)²¹.

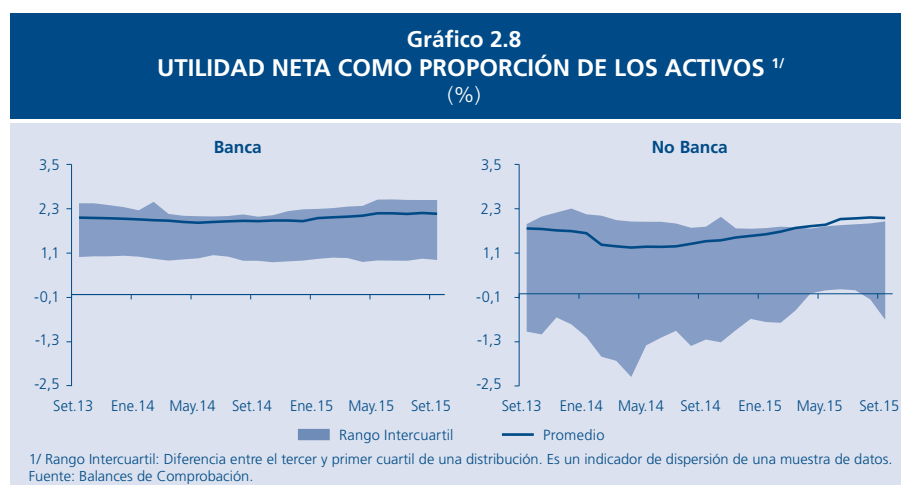
21 La SBS desactivó la regla para constituir provisiones procíclicas el 27 de noviembre de 2014. Es importante notar que las entidades financieras solo pueden usar estas provisiones procíclicas para constituir provisiones específicas. La SBS nuevamente activará la regla cuando: i) el promedio de la variación porcentual anual del PBI de los últimos 30 meses supere el umbral fijado en 5% o ii) el promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 12 meses sea mayor en dos puntos porcentuales a ese mismo promedio evaluado un año antes.

La mayor eficiencia operativa fue resultado del crecimiento de las colocaciones a las empresas de mayor tamaño y de las diversas medidas tomadas por las entidades ante el aumento de su morosidad como por los procesos de reorganización interna y de consolidación entre entidades financieras. Por su parte, la disminución en el gasto en provisiones se dio en las CM y en las financieras.

Cuadro 2.6
ROA DEL SISTEMA FINANCIERO
(% del activo, últimos 12 meses: set. 14 y set. 15)

	Sistema		Banca		Financieras		CM		CRAC	
	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15	Set.14	Set.15
Margen financiero	7,5	7,5	6,6	6,5	20,5	21,3	13,5	14,0	13,5	15,5
Ing. netos por servicios financieros	1,2	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,6
Gastos operativos	4,3	4,0	3,6	3,4	13,2	13,1	8,2	8,6	12,4	13,8
Provisiones	1,8	1,7	1,6	1,5	6,6	5,7	2,8	2,6	2,6	3,7
Otros 1/	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	-1,0	-0,7	-0,8	0,5	0,1
ROA	1,9	2,1	2,0	2,2	1,5	2,6	1,7	2,0	-1,5	-2,5
ROE	18,5	20,6	19,9	21,7	8,9	16,2	12,8	14,8	-11,4	-18,3

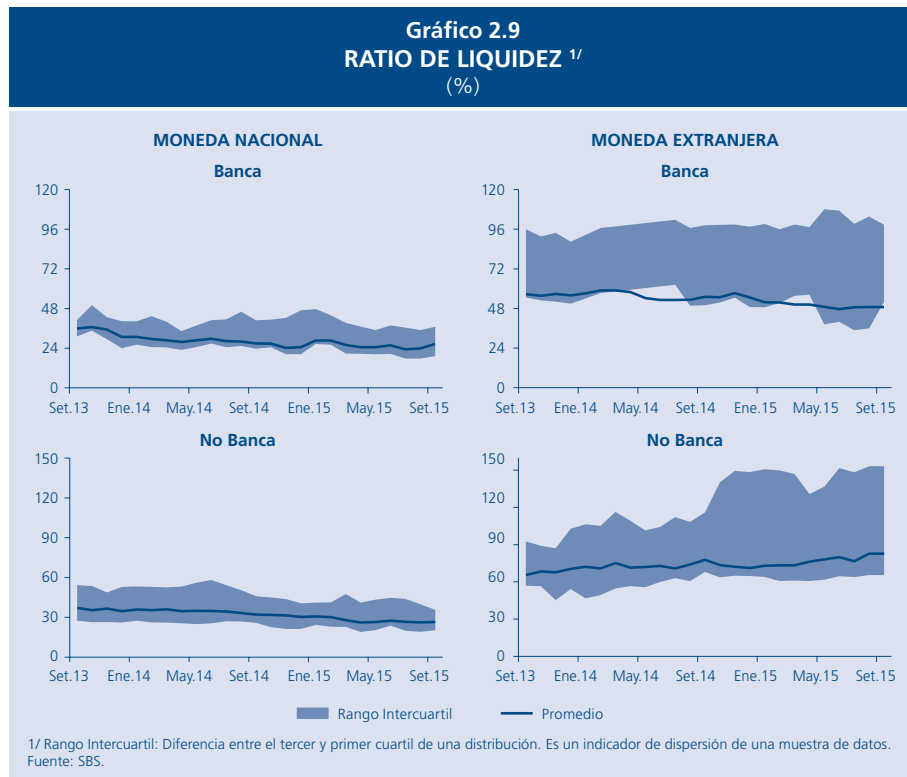
1/ Considera ingresos y gastos extraordinarios, resultados de ejercicios anteriores e impuesto a la renta.
Fuente: Balances de comprobación.



Liquidez

29. **La liquidez del sistema financiero (activos líquidos como proporción de los pasivos de corto plazo) se mantuvo en niveles holgados para todas las entidades financieras, mostrando una adecuada cobertura para las obligaciones de corto plazo tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.**





El incremento de la dolarización de los depósitos y la disminución de la dolarización de las colocaciones influyeron en la composición de la liquidez por moneda. Así, se observa mayores ratios de liquidez en moneda extranjera que en moneda nacional en todos los grupos de entidades. No obstante ello, la liquidez en moneda nacional se mantiene holgada, como resultado de las medidas adoptadas por el BCRP orientadas a reducir la dolarización de las colocaciones del sistema financiero, para lo cual ha implementado operaciones de reporte con subyacentes de moneda extranjera. Asimismo, estas operaciones permitieron financiar gran parte de las colocaciones en moneda nacional y brindar un mejor calce de plazos a las entidades financieras.

II.2 Intermediación Financiera Indirecta

II.2.1 Depósitos en el Sistema Financiero

30. **Los depósitos en el sistema financiero crecieron 7,3%, en los últimos doce meses.** Dicho crecimiento muestra una aceleración en la modalidad de depósitos a plazo con respecto al mismo periodo del año 2014, principalmente por captaciones de la banca en moneda extranjera. En cambio, los depósitos en las modalidades de ahorro y a la vista registran una moderada desaceleración, fundamentalmente en moneda nacional.

Cuadro 2.7								
DEPÓSITOS POR MONEDA EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/								
(Millones de S/)								
	Set. 13	Set. 14	Dic. 14	Set. 15	Set. 14/Set. 13		Set. 15/Set. 14	
					Flujo	Var. %	Flujo	Var. %
Depósitos Totales	199 448	208 591	209 634	223 824	9 142	4,6	15 234	7,3
Índice de Dolarización (%)	46,0	47,1	45,4	50,6				
Vista	56 705	61 183	60 974	64 447	4 478	7,9	3 264	5,3
Ahorro	43 362	49 441	52 414	54 955	6 078	14,0	5 514	11,2
Plazo	99 381	97 967	96 245	104 423	-1 414	-1,4	6 455	6,6
de los cuales CTS	14 489	15 695	16 373	15 934	1 206	8	239	1,5

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2015. No se considera a Banco de la Nación.
Fuente: Balances de comprobación.

31. **El ratio de dolarización de los depósitos en el sistema financiero se incrementó en los últimos doce meses, debido a la mayor preferencia del público por el ahorro en moneda extranjera ante la depreciación del Sol.**

Cuadro 2.8								
DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/								
(Millones de S/)								
	Set. 13	Set. 14	Dic. 14	Set. 15	Set. 14/Set. 13		Set. 15/Set. 14	
					Flujo	Var. %	Flujo	Var. %
Sistema Financiero	199 448	208 591	209 634	223 824	9 142	4,6	15 234	7,3
Moneda Nacional	107 800	110 385	114 545	110 618	2 585	2,4	233	0,2
Moneda Extranjera	91 649	98 206	95 089	113 207	6 558	7,2	15 000	15,3
% de dolarización	46,0%	47,1%	45,4%	50,6%				
Banca	181 602	189 682	190 312	204 815	8 080	4,4	15 132	8,0
Moneda Nacional	92 271	93 881	97 661	94 149	1 609	1,7	268	0,3
Moneda Extranjera	89 331	95 802	92 651	110 666	6 471	7,2	14 864	15,5
% de dolarización	49,2%	50,5%	48,7%	54,0%				
No Banca	17 846	18 908	19 321	19 010	1 062	6,0	102	0,5
Moneda Nacional	15 529	16 504	16 884	16 469	975	6,3	-35	-0,2
Moneda Extranjera	2 318	2 404	2 438	2 541	87	3,7	136	5,7
% de dolarización	13,0%	12,7%	12,6%	13,4%				

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2015.
Fuente: Balances de comprobación.

El crecimiento de los depósitos en moneda extranjera fue de 15,3% anual versus un crecimiento de los depósitos en moneda nacional de solo 0,2% anual. En la banca, los mayores depósitos se efectuaron principalmente en los bancos de mayor tamaño. Algunas entidades no bancarias, principalmente aquellas con bajos niveles de morosidad, continuaron con su proceso de captación de depósitos, mientras que otras vienen afrontando una contracción de sus captaciones, pues están llevando a cabo un redimensionamiento de sus operaciones por estar inmersas en procesos de saneamiento de cartera con el apoyo de sus accionistas.

32. **En los últimos doce meses, las operaciones de reporte de monedas del Banco Central con del sistema financiero han pasado a ser cada vez más importantes.**





Cuadro 2.9
ADEUDADOS DEL SISTEMA FINANCIERO Y VALORES EMITIDOS 1/
(Millones de S/)

	Set.13	Set.14	Dic.14	Set.15	Set.14/Set.13		Set.15/Set.14	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Operaciones REPO con BCRP	0	9 098	9 380	30 361	9 098		21 263	233,7
<i>Repo con Valores</i>		4 850	1 300	750	4 850		-4 100	-84,5
<i>REPO de Monedas</i>		4 248	8 080	29 611	4 248		25 363	597,1
Adeudados con el Exterior	46 271	44 636	41 932	37 604	-1 635	-3,5	-7 032	-15,8
En US\$	14 361	13 854	13 014	11 671	-508	-3,5	-2 182	-15,8
Corto plazo	1 961	2 400	2 198	2 640	439	22,4	240	10,0
Largo plazo	12 400	11 453	10 816	9 031	-947	-7,6	-2 423	-21,2
Adeudado con COFIDE	3 616	3 796	4 080	4 279	180	5,0	483	12,7
Valores en circulación	16 155	19 827	19 382	19 257	3 673	22,7	-570	-2,9

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2015 (S/ 3,222 por 1 US\$).
Fuente: Balances de comprobación.

En las operaciones de reporte de monedas (repo de monedas) se observa una alta participación de las modalidades de expansión y de sustitución con plazos que fluctúan entre 2 y 4 años y cuyos saldos ascendieron a S/ 7 900 millones y a S/ 4 805 millones a setiembre de 2015²², respectivamente (60% del aumento de las operaciones de reporte de monedas en los últimos doce meses). Dichas operaciones son parte de las medidas implementadas por el Banco Central para desincentivar el otorgamiento de créditos en moneda extranjera y que por el plazo de las mismas brindan al sistema financiero un financiamiento de mediano plazo.

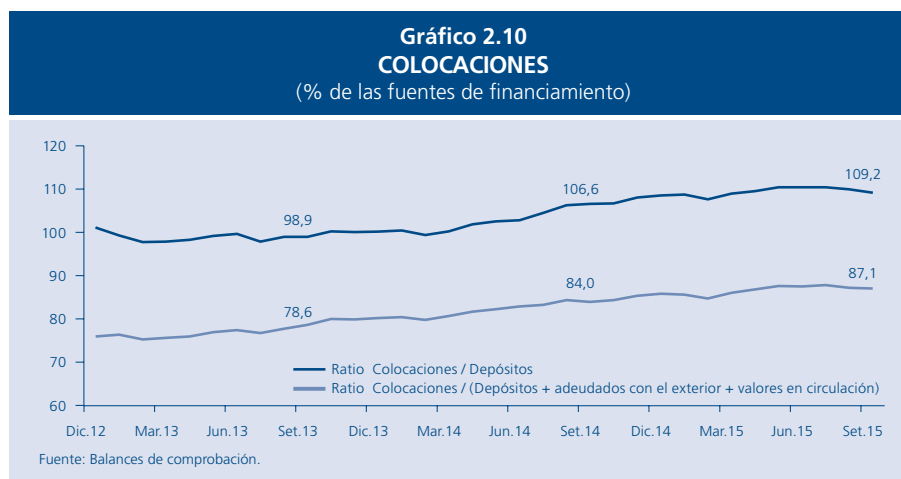
Por otra parte, la dependencia del financiamiento con el exterior del sistema financiero se redujo en ese mismo período. A setiembre de 2015, los adeudados de largo plazo con el exterior del sistema financiero decrecieron en 21,1% con respecto a setiembre de 2014, por la decisión de los propios bancos locales de no renovar tales adeudados ante los mayores niveles de liquidez en moneda extranjera mostrado por dichos bancos y que provienen de los depósitos en dólares del público.

Los valores emitidos registran un bajo crecimiento y corresponden principalmente a emisiones de bonos corporativos y subordinados, efectuadas por algunos bancos en el mercado doméstico, y cuyos plazos fluctúan entre 2 y 20 años.

Es importante señalar que la evolución de las fuentes de financiamiento ya mencionadas ha llevado a que el ratio de colocaciones sobre depósitos del sistema financiero se incremente (de 106,6% a 109,2%) en los últimos doce meses. Sin embargo, el aumento de dicho ratio no refleja una mayor exposición del sistema financiero al riesgo liquidez, ya que el financiamiento del BCRP, así como el de los

22 El repo de monedas en la modalidad expansión tiene como objetivo apoyar el crecimiento del crédito en moneda nacional, utilizando para ello parte del encaje en moneda extranjera, el cual queda como depósito restringido en el BCRP hasta el vencimiento de la operación. Por su parte, la modalidad de sustitución tiene como objetivo apoyar la conversión de créditos en moneda extranjera a moneda nacional mediante operaciones simultáneas de reporte de monedas y venta de dólares del BCRP, los que son parte de dichas operaciones repo y se encuentran en el BCRP como depósitos restringidos.

adeudados con el exterior y los valores emitidos son de mediano y largo plazos. Al considerar también estas últimas dos fuentes de financiamiento, el ratio de colocaciones pasa de 84% a 87,1% en el período.



33. **Las tasas de interés de los depósitos a plazo se redujeron en la mayoría de entidades.** En los depósitos de CTS, las tasas de interés se redujeron en todos los grupos de entidades, excepto en las CM.

Cuadro 2.10
TASAS DE INTERÉS PASIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO
(%)

		Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
		Ahorro	Plazo*	CTS	Ahorro	Plazo*	CTS
BANCA	Set. 14	0,34	5,71	4,84	0,21	0,84	2,18
	Mar. 15	0,42	4,15	4,25	0,20	1,14	1,87
	Set. 15	0,40	4,10	4,06	0,17	0,58	1,66
FINANCIERAS	Set. 14	0,89	5,12	8,23	0,36	1,23	4,39
	Mar. 15	0,95	5,41	7,90	0,20	1,08	3,44
	Set. 15	0,98	5,83	6,88	0,25	1,15	3,31
CM	Set. 14	0,73	5,13	6,57	0,37	1,53	1,99
	Mar. 15	0,72	5,15	6,50	0,35	1,67	1,83
	Set. 15	0,72	6,07	6,73	0,24	1,08	1,77
CRAC	Set. 14	1,02	6,50	6,84	0,46	2,05	2,68
	Mar. 15	0,92	6,51	7,11	0,52	2,79	2,49
	Set. 15	0,92	6,23	5,61	0,45	1,91	2,30

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

II.2.2 Colocaciones del Sistema Financiero

34. **Las colocaciones del sistema financiero crecieron en 10,5% en los últimos doce meses, aunque a un menor ritmo que en el mismo período del año anterior.** Este crecimiento se ha dado en los créditos corporativos, en los créditos de consumo y, en menor medida, en los de grandes empresas e hipotecarios.





Cuadro 2.11
COLOCACIONES BRUTAS DEL SISTEMA FINANCIERO POR TIPO DE CRÉDITO 1/
(Millones de S/)

	Set.13	Set.14	Dic.14	Set.15	Set.14/Set.13		Set.15/Set.14	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Total	197 067	221 184	226 790	244 439	24 116	12,2	23 255	10,5
A Empresas	131 734	148 157	151 338	162 818	16 424	12,5	14 661	9,9
Corporativos 2/								
Grandes	33 673	38 718	39 122	52 211	5 045	15,0	13 493	34,8
Medianas	31 906	37 531	38 874	39 110	5 624	17,6	1 580	4,2
Pequeñas	34 884	40 436	41 873	40 364	5 552	15,9	-72	-0,2
Microempresa	22 681	22 879	22 815	22 591	199	0,9	-288	-1,3
Hipotecario	8 590	8 593	8 654	8 542	3	0,0	-51	-0,6
A Hogares	65 334	73 026	75 452	81 620	7 693	11,8	8 594	11,8
Consumo	34 782	38 815	40 326	44 514	4 033	11,6	5 698	14,7
Hipotecario	30 552	34 211	35 126	37 107	3 659	12,0	2 896	8,5

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2015.

2/ Incluye préstamos a Bancos Multilaterales de Desarrollo, entidades del Sector Público, Empresas del Sistema Financiero, Intermediarios de Valores y Empresas Corporativas Privadas.

Fuente: Balance de comprobación.

35. El ratio de dolarización de las colocaciones se ha reducido sostenidamente, sobre todo en la banca, debido, en parte, a las medidas prudenciales tomadas por el BCRP y la SBS para desincentivar el otorgamiento de créditos en moneda extranjera²³.

Cuadro 2.12
COLOCACIONES BRUTAS DEL SISTEMA FINANCIERO 1/
(Millones de S/)

	Set.13	Set.14	Dic.14	Set.15	Set.14/Set.13		Set.15/Set.14	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Sistema Financiero	197 067	221 184	226 790	244 439	24 116	12,2	23 255	10,5
Moneda Nacional	107 888	127 842	136 315	168 297	19 954	18,5	40 455	31,6
Moneda Extranjera	89 179	93 341	90 475	76 142	4 162	4,7	-17 199	-18,4
% de dolarización	45,3%	42,2%	39,9%	31,1%				
Banca	175 495	197 567	202 404	219 587	22 072	12,6	22 020	11,1
Moneda Nacional	88 190	106 053	113 705	144 783	17 864	20,3	38 729	36,5
Moneda Extranjera	87 305	91 513	88 699	74 804	4 208	4,8	-16 709	-18,3
% de dolarización	49,7%	46,3%	43,8%	34,1%				
No Banca	21 572	23 617	24 386	24 852	2 045	9,5	1 235	5,2
Moneda Nacional	19 699	21 789	22 610	23 514	2 090	10,6	1 725	7,9
Moneda Extranjera	1 874	1 828	1 776	1 338	-46	-2,4	-490	-26,8
% de dolarización	8,7%	7,7%	7,3%	5,4%				

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2015.

Fuente: Balance de comprobación.

- 23 Destacan las medidas de encaje establecidas por el BCRP a fines de 2014, que tienen como objetivo que los bancos reduzcan sus saldos de créditos en moneda extranjera, así como los mayores requerimientos de patrimonio efectivo dispuestos por la SBS, para los créditos expuestos al riesgo cambiario crediticio.

Esta reducción se ha dado principalmente en los créditos corporativos y a grandes y medianas empresas. Sin embargo, la dolarización de las colocaciones aún se mantiene elevada, por lo cual es recomendable evaluar medidas adicionales que coadyuven a que las empresas y hogares interioricen los riesgos involucrados por los descalces de monedas.

Financiamiento a las Empresas

36. **La tasa de crecimiento anual del financiamiento a las empresas por parte del sistema financiero se ha mantenido prácticamente estable en los últimos doce meses, luego de registrar una sostenida desaceleración desde mediados de 2014.**



El crecimiento de los créditos al sector empresarial se dio principalmente en el segmento corporativo (34,4%). En cambio, los créditos a las medianas empresas²⁴ y a pequeñas empresas registraron decrecimientos (-0,2% y -1,3%, respectivamente), debido, en parte, a las medidas correctivas adoptadas por las entidades financieras en su política crediticia tales como los ajustes en sus modelos de *scoring* y el fortalecimiento de sus áreas de cobranzas y de riesgos.

Dichos ajustes en la política crediticia, junto con el aumento del castigo de cartera que han efectuado dichas entidades en los últimos doce meses, han incidido en la desaceleración de la tasa de crecimiento anual de la cartera morosa de los créditos a medianas empresas (de 44,2% a 28,1%) y pequeñas empresas (de 13,5% a

24 En los créditos a las medianas empresas, se observa también procesos de reclasificaciones a grandes empresas y a empresas corporativas efectuados por algunos bancos en los últimos doce meses, los cuales afectaron la dinámica de dichos créditos.





6,6%). Además, los créditos reprogramados de mayor magnitud en términos de las colocaciones estarían afectando la dinámica de la cartera morosa de esos segmentos.

37. **En setiembre de 2015, el número de empresas que obtuvo financiamiento del sistema financiero creció en 0,5% con respecto a setiembre de 2014.** Por tamaño de empresa, el crecimiento se dio principalmente en grandes y medianas empresas (8% y 3%, respectivamente). En cuanto a las empresas corporativas, se observó una reducción del número de deudores y un alto crecimiento de la deuda con el sistema financiero, los cuales hicieron que la deuda promedio registre el más alto crecimiento entre los segmentos empresariales.

**Cuadro 2.13
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE EMPRESAS**

	Set.14			Set.15		
	Nº de deudores	Saldo deuda (Millones de S/)	Deuda promedio (Miles de S/)	Nº de deudores	Saldo deuda (Millones de S/)	Deuda promedio (Miles de S/)
Corporativos 1/	666	38 718	58 136	620	52 211	84 212
Grandes Empresas	2 499	37 531	15 018	2 699	39 110	14 491
Medianas Empresas	28 155	40 436	1 436	29 003	40 364	1 392
Pequeñas Empresas	389 760	22 879	59	393 270	22 591	57
Microempresas	1 615 021	8 593	5	1 617 020	8 542	5
Total 2/	2 020 134	148 157	73	2 031 242	162 818	80

1/ Comprenden además los créditos otorgados a bancos multilaterales de desarrollo, soberanos, entidades del sector público, intermediarios de valores y empresas del sistema financiero.
2/ Un deudor puede aparecer más de una vez si éste tiene créditos con dos o más entidades financieras que lo clasifican en diferentes segmentos, por ejemplo, en una entidad como pequeña empresa y en la otra como mediana empresa.
Fuente: Reporte crediticio consolidado y Balances de comprobación.

38. **El grado de dolarización de la deuda de las empresas se redujo en todos los segmentos empresariales, especialmente en las empresas de mayor tamaño, las que vienen cambiando su deuda en dólares con bancos locales y del exterior a deuda en moneda nacional, a fin de reducir su exposición al riesgo cambiario.**

La expansión de los créditos en moneda nacional ha sido financiada principalmente con los recursos obtenidos por el sistema financiero por sus operaciones repo con el BCRP. Dichas operaciones son parte de las medidas implementadas por el BCRP para desincentivar el otorgamiento de créditos en moneda extranjera y brindan al sistema financiero recursos de mediano y largo plazos.

Cuadro 2.14 DEUDA POR TIPO DE EMPRESAS Y POR MONEDAS CON EL SISTEMA FINANCIERO 1/ (Millones de S/)								
	Set.13	Set.14	Dic.14	Set.15	Set.14/Set.13		Set.15/Set.14	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Total Deuda de Empresas 2/	131 734	148 157	151 338	162 818	16 424	12,5	14 661	9,9
Moneda Nacional	60 100	71 583	77 413	100 139	11 483	19,1	28 557	39,9
Moneda Extranjera	71 634	76 575	73 926	62 679	4 941	6,9	-13 895	-18,1
Dolarización (%)	54,4%	51,7%	48,8%	38,5%	-2,7%		-13,2%	
<i>Del cual:</i>								
Empresas corporativas	61,9%	58,7%	52,9%	40,5%	-3,2%		-18,2%	
Grandes empresas	72,6%	66,4%	62,8%	50,5%	-6,2%		-15,9%	
Medianas empresas	66,9%	62,3%	60,9%	48,9%	-4,6%		-13,5%	
Pequeñas empresas	17,2%	14,3%	13,2%	8,5%	-2,8%		-5,9%	
Microempresas	4,7%	5,0%	3,3%	1,6%	0,3%		-3,5%	

1/ Para moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2015.
2/ Solo considera los créditos otorgados por Bancos, Empresas Financieras, CM, CRAC y Edpyme.
Fuente: Balance de comprobación.

39. **Las tasas de interés de los créditos en moneda nacional otorgados a los corporativos y grandes empresas se incrementaron, en un contexto en el cual dichos créditos muestran un alto dinamismo.**

Cuadro 2.15 TASAS DE INTERÉS ACTIVAS A EMPRESAS - SETIEMBRE DE 2015											
		Corporativos		Grandes Empresas		Medianas Empresas		Pequeñas Empresas		Microempresas	
		MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME
Banca	Set-14	5,29	2,22	6,89	4,41	10,80	8,13	20,98	12,98	32,97	18,78
	Mar-15	5,22	2,57	6,64	4,91	9,82	8,21	21,20	13,51	34,43	14,94
	Set-15	5,87	1,94	7,16	5,55	10,19	8,48	20,36	12,82	33,50	21,37
Financieras	Set-14	-	-	12,00	17,72	16,36	21,30	28,77	24,71	43,83	17,82
	Mar-15	-	-	-	14,53	18,41	18,39	29,83	19,34	49,09	15,10
	Set-15	9,97	9,99	-	5,15	14,75	19,33	30,11	2,45	50,00	4,16
CM	Set-14	-	-	12,42	14,00	18,14	14,71	28,06	18,51	38,82	17,70
	Mar-15	9,30	-	-	-	17,81	14,69	27,61	19,49	38,69	23,80
	Set-15	-	-	14,00	-	16,77	13,46	25,73	13,00	37,27	-
CRAC	Set-14	-	-	12,00	-	15,04	-	28,18	20,13	40,15	18,90
	Mar-15	10,30	10,00	-	-	15,87	14,00	27,95	30,00	40,15	15,00
	Set-15	-	-	-	-	15,50	15,00	26,41	12,30	39,33	-

Fuente: SBS.





Indicadores y desempeño financiero de las empresas

40. **En el primer semestre de 2015, las ventas y la rentabilidad de las empresas de una muestra seleccionada²⁵ fueron menores a las registradas en similar período del año anterior. La disminución de las ventas se explica principalmente por el comportamiento de las empresas mineras e industriales. La rentabilidad de las empresas, por su parte, viene mostrando una tendencia decreciente en los últimos cuatro años producto de los menores márgenes brutos y de las pérdidas por diferencia de cambio.**

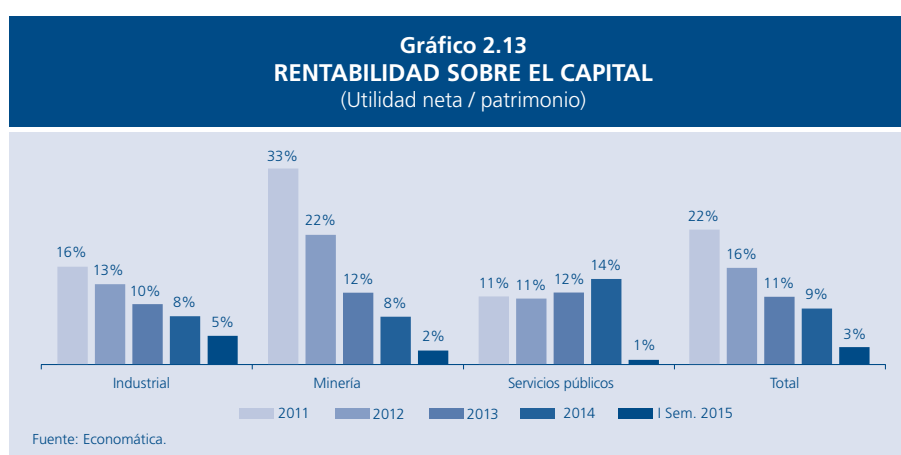
Las ventas de las empresas del sector industrial registraron una ligera contracción en el primer semestre de 2015 (-1%), lo que contrasta con las tasas de expansión registradas en los años previos. La desaceleración de la actividad económica en los últimos años ha empezado a afectar en mayor medida la expansión de los ingresos operativos de las empresas industriales, entre ellas, las relacionadas a la construcción. Por su parte, la rentabilidad de las empresas industriales ha venido descendiendo hasta alcanzar un retorno sobre el capital de 5% en el primer semestre de 2015. Las utilidades de las empresas industriales se han visto afectadas debido a que el alza de los costos de producción y de los gastos administrativos ha estado por encima del ritmo de crecimiento de las ventas.

El sector minero registró una contracción de 13% de sus ventas en el primer semestre de 2015, en relación al primer semestre de 2014. Las ventas de las empresas mineras se han visto perjudicadas, desde el segundo semestre del año 2011, por los menores precios promedios de los metales y la presencia de menores leyes en algunas minas de oro y de cobre. Ello, sumado a una inflación de costos en el sector en los últimos años, ha reducido los márgenes brutos y operativos de estas empresas. Ante los menores flujos de caja recibidos por sus operaciones, las empresas mineras han optado por reducir sus gastos de capital, enfocándose sólo en el desarrollo de sus proyectos más rentables. También han buscado disminuir sus costos de producción tomando medidas tales como la optimización de sus operaciones de minado, la reducción de gastos administrativos y la renegociación de contratos con proveedores.

25 Del total de las empresas que están obligadas a reportar sus Estados Financieros a la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), se analiza una muestra de 92 empresas (60 industriales, 18 mineras y 14 de servicios públicos) que registran data completa de sus estados financieros desde el año 2011 al primer semestre de 2015. La información se obtuvo a través de la plataforma Económica.



El ritmo de crecimiento de las ventas de las empresas de servicios públicos se mantuvo prácticamente constante. En cambio, su rentabilidad sobre el capital, que se ubicó por encima del 10% entre los años 2011 y 2014 (alcanzó 14% en 2014), disminuyó significativamente en el primer semestre de 2015. Esta caída se explica casi en su totalidad por el reconocimiento como pérdida en sus estados financieros por parte de Telefónica del Perú de una acotación tributaria con respecto al Impuesto a la Renta de los ejercicios 1998 al 2001, en tanto que el resto de empresas de servicios públicos siguió reportando utilidades²⁶. El subsector eléctrico, que es el de mayor ponderación dentro del sector de servicios públicos, continuó reportando mayores ingresos operacionales gracias al aumento de los niveles de producción y el alza de las tarifas.



26 De no considerar la pérdida registrada por Telefónica por efectos de la acotación tributaria, el ROE de las empresas de servicios públicos sería de 11% para el primer semestre de 2015.





41. **Las pérdidas por diferencia de cambio en los años 2013, 2014 y el primer semestre de 2015, como consecuencia de la apreciación del dólar han impactado en la rentabilidad de las empresas, en particular del sector industrial.**

El descalce entre activos y pasivos en dólares de las empresas del sector industrial determinó que experimenten pérdidas por diferencia de cambio, las mismas que representaron el 17% de la utilidad operativa en 2013, 15% en 2014 y 19% en el primer semestre de 2015.

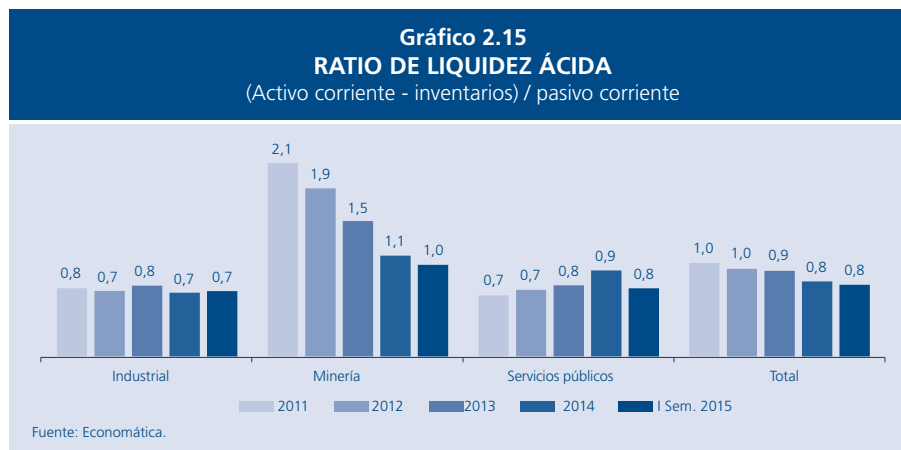
La posición de cambio negativa en dólares (mayores pasivos que activos en esa moneda) se ha observado tanto en algunas empresas orientadas al mercado doméstico y que han tomado endeudamiento en dólares en el mercado local, como en algunas empresas que han emitido instrumentos de deuda en el exterior y no han realizado coberturas cambiarias. Asimismo, la apreciación del dólar ha impactado en los resultados financieros de las empresas endeudadas en dólares, pues conlleva un aumento de los gastos financieros, expresados en soles.

En general, las empresas más expuestas a una apreciación del dólar son las industriales, las de consumo masivo y las de comercio minorista (*retail*). Ello se debe a que estas empresas tienen una estructura de costos de venta parcialmente en dólares, por la compra de materia prima e insumos importados, en tanto que sus ventas se realizan en soles.



42. **Las empresas de la muestra, en todos los sectores analizados, presentan niveles adecuados de liquidez. No obstante, el ratio de liquidez ácida²⁷ disminuyó de 1,0 en 2011 a 0,8 a junio de 2015, principalmente por la menor liquidez de las empresas mineras ante su menor generación de flujo de caja.**

27 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 de 1,0 permite cubrir adecuadamente los pasivos corrientes.



43. **El ciclo operativo del negocio²⁸ ha registrado un ligero incremento en el primer semestre de 2015 en comparación al observado en el año 2014 para los tres sectores analizados, pero se mantiene dentro de su rango de los últimos 5 años.**

A pesar de la desaceleración económica, las empresas corporativas no han visto afectado el tiempo en que su producción genera entradas de flujos de caja. Dado los niveles actuales de los indicadores de ciclo operativo, así como la solidez financiera y la posición de liquidez de las empresas, se espera que continúe el funcionamiento adecuado de la cadena de pagos de la economía.

El plazo promedio de las cuentas por cobrar es menor a dos meses para todos los sectores analizados, al igual que el plazo promedio del pago a proveedores, a excepción del sector minero. Las empresas mineras han continuado incrementando el número de días que demoran en realizar el pago a sus proveedores (de 54 días a diciembre de 2011 a 95 días a junio de 2015). Ello está influenciado por su necesidad de reducir costos operativos que ha motivado, entre otras medidas, la renegociación de sus contratos con sus proveedores. El ciclo de negocio del sector industrial es mayor que el del sector minero y el de servicios públicos, principalmente por el mayor tiempo que requiere en rotar sus inventarios.

²⁸ Este indicador mide el tiempo, expresado en números de días, en el que todo el proceso del ciclo productivo de la empresa le reporta entradas de flujo de caja. Por ciclo operativo se entiende el proceso de adquisición y/o fabricación de bienes para ser comercializados, la venta de los *stocks* acumulados (inventarios) y el cobro de las ventas. El indicador se calcula como los días promedio en que se venden todos los inventarios (rotación de inventarios) más los días promedio en que se hacen efectivas las cuentas por cobrar menos los días promedio en que se debe realizar los desembolsos (salidas de flujo de caja) para pagar a los proveedores.

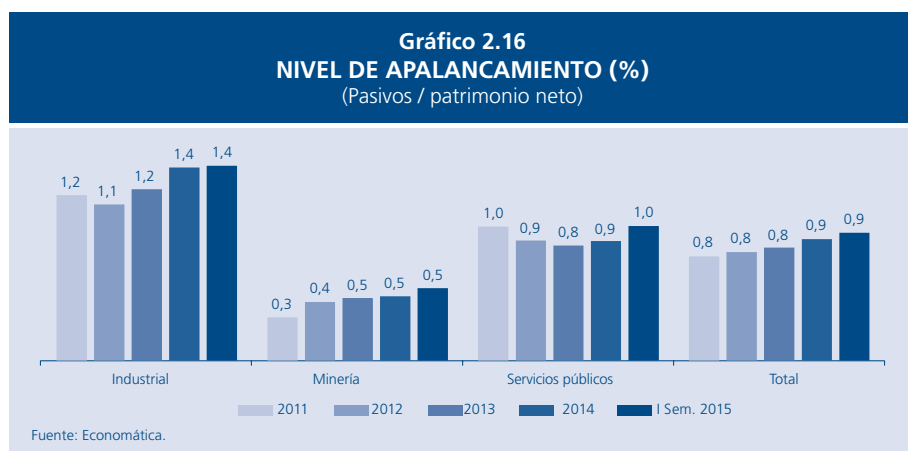




Cuadro 2.16 INDICADORES DEL CICLO DE NEGOCIOS (En número de días)					
	2011	2012	2013	2014	I Sem. 2015
Sector industrial					
Inventarios	87	84	84	77	89
Cuentas por cobrar	35	36	39	42	46
Pago a proveedores	42	46	49	49	53
Ciclo operativo	79	74	74	70	81
Minería					
Inventarios	76	75	75	73	84
Cuentas por cobrar	28	35	35	31	35
Pago a proveedores	54	63	78	84	95
Ciclo operativo	51	48	32	20	24
Servicios públicos					
Inventarios	17	13	20	21	20
Cuentas por cobrar	50	46	46	43	46
Pago a proveedores	48	53	59	55	48
Ciclo operativo	19	7	8	9	18
Total					
Inventarios	79	76	77	71	81
Cuentas por cobrar	35	37	39	40	44
Pago a proveedores	45	50	55	56	61
Ciclo operativo	69	64	61	55	64

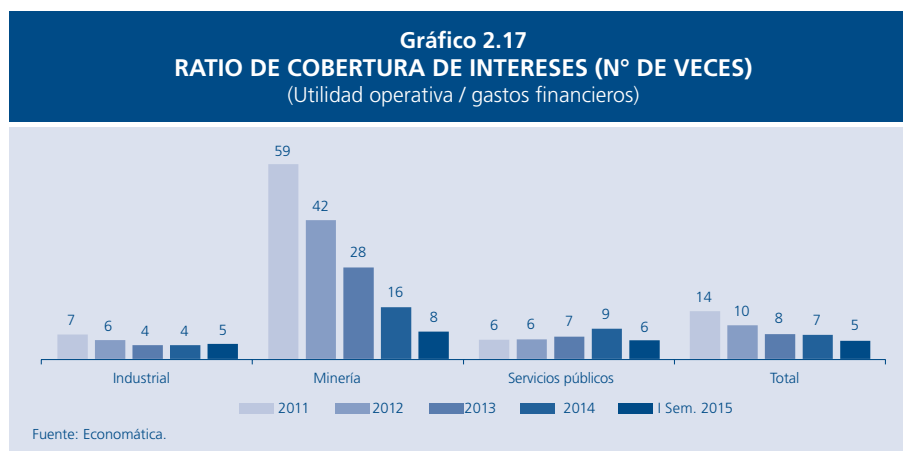
Fuente: Economática.

44. Las empresas de todos los sectores analizados mantienen niveles de deuda adecuados, lo que garantiza la capacidad de pago de sus obligaciones.

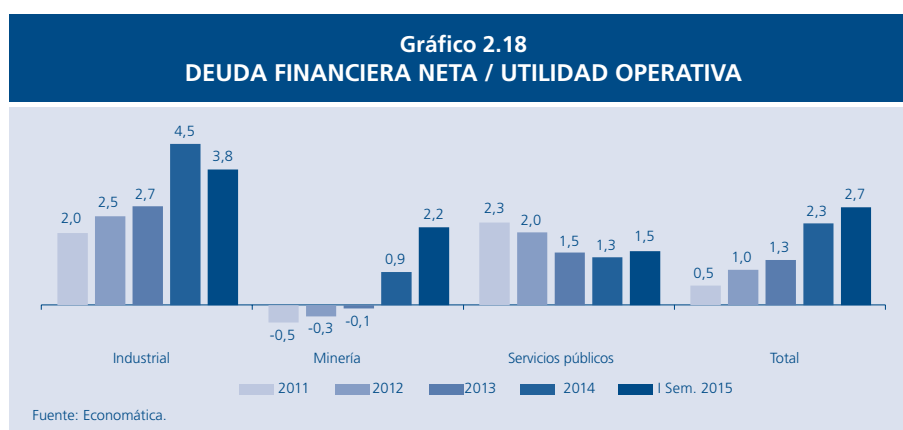


El nivel de apalancamiento, medido por el ratio pasivos totales entre patrimonio neto, ha venido subiendo ligeramente en los últimos años producto de los menores niveles de rentabilidad de las empresas. Sin embargo, los niveles de este ratio de endeudamiento son inferiores a 1,5, lo que indica que las empresas corporativas, en general, cuentan con una adecuada solvencia patrimonial y, por lo tanto, con

una sólida posición financiera. Además, esta situación les permite incrementar su apalancamiento sin mayores dificultades, en caso de requerirlo, para el desarrollo de nuevos proyectos de inversión.



En general, las empresas de todos los sectores presentan un adecuado nivel de cobertura de sus gastos financieros con su margen operativo. Así, en promedio, las empresas podrían atender los gastos financieros de los próximos 5 años con la utilidad operativa anualizada del primer semestre de 2015.



El ratio deuda financiera neta entre utilidad operativa mide la capacidad de pago de las obligaciones financieras de una empresa en función a su nivel de efectivo actual y su utilidad operativa²⁹. Se observa que, desde el año 2012, este indicador ha

²⁹ La deuda financiera neta se calcula como la suma del saldo vigente de los préstamos bancarios y de los instrumentos de deuda (bonos y papeles comerciales) emitidos en el mercado de capitales, menos el nivel actual de efectivo que poseen las empresas.





seguido una trayectoria similar al ratio de cobertura de intereses y se ha deteriorado para las empresas industriales (aunque muestra una mejora en el primer semestre de 2015), para las empresas mineras y por ende, para el total de la muestra. En el caso de las empresas mineras, este indicador era negativo entre los años 2011 y 2013 debido a que su efectivo era superior a sus obligaciones financieras, por lo que en esos años presentaban una posición financiera extremadamente sólida.

45. Las empresas que han emitido bonos en el exterior mantienen adecuados niveles de apalancamiento y de liquidez, por lo que no se aprecian riesgos relevantes para el pago de sus obligaciones.

El ratio de apalancamiento subió en el primer semestre de 2015 a 1,3 veces, superior al ratio de 1,2 veces registrado en 2014 y a los niveles estables en los que se ubicó entre los años 2010 y 2013 (1,1 veces). Cabe destacar que este nivel de apalancamiento promedio no genera mayores riesgos financieros a las empresas, aunque algunas de ellas han registrado ratios de apalancamiento por encima de 2.³⁰

La relativa estabilidad del indicador de apalancamiento se debe a que las emisiones internacionales de las empresas no financieras han servido para financiar sus proyectos de inversión, para sustituir pasivos de corto plazo (principalmente préstamos bancarios) y para diversificar sus fuentes de fondeo.

El ratio de cobertura de intereses³¹ ha venido descendiendo a partir del año 2011, a la par de los menores márgenes y rentabilidad de ciertos sectores como el minero (asociado a los menores precios de los metales y al alza de los costos de producción). De igual modo, el mayor endeudamiento financiero producto de la emisión de bonos y, en algunos casos, del incremento de otras obligaciones ha derivado en que las empresas incurran en mayores gastos financieros, lo que ha reducido el ratio de cobertura de intereses³².

Los niveles de liquidez de las empresas se mantienen, al primer semestre de 2015, dentro del rango observado en el período 2010-2014. Cabe señalar que los niveles

30 Una de estas empresas (Maestro) fue adquirida por su principal competidora (Sodimac), por lo que su deuda junto con la de otras subsidiarias se consolida en la empresa matriz (Falabella Perú), la que, a su vez, ha culminado hace unos meses un proceso de aumento de capital. Otra de estas empresas (Transportadora de Gas del Perú) ha realizado una expansión de su capacidad instalada y cuenta con flujos de caja estables y predecibles, lo que se ha reflejado en una mejora reciente de su calificación crediticia. Una tercera empresa (Corporación Lindley) ha sido recientemente adquirida por una embotelladora internacional (Arca Continental), en el marco del plan de expansión regional de esta última, por lo que su deuda se consolida con la casa matriz. Una cuarta empresa (Alicorp) se ha apalancado para financiar la adquisición de otras empresas de su rubro en el mercado local y regional (Brasil y Chile) y está implementando una estrategia de reducción de su endeudamiento.

31 Número de veces que la utilidad operativa alcanza para cubrir los gastos financieros en un determinado año.

32 A nivel individual, la cobertura de intereses es menor para las empresas que presentan los niveles de endeudamiento más altos o un mayor apalancamiento operativo (Maestro y Alicorp), así como para las empresas cuyos pasivos financieros representan una mayor proporción de sus pasivos totales (Exalmar) y las empresas con bajos márgenes de operación (Andino Investment Holding).

más altos de liquidez corresponden a las empresas que mantienen una mayor proporción de los fondos recaudados de sus emisiones en el exterior en caja o activos de corto plazo, a la espera que se vayan efectuando gradualmente los desembolsos conforme se ejecuten los planes de inversión.

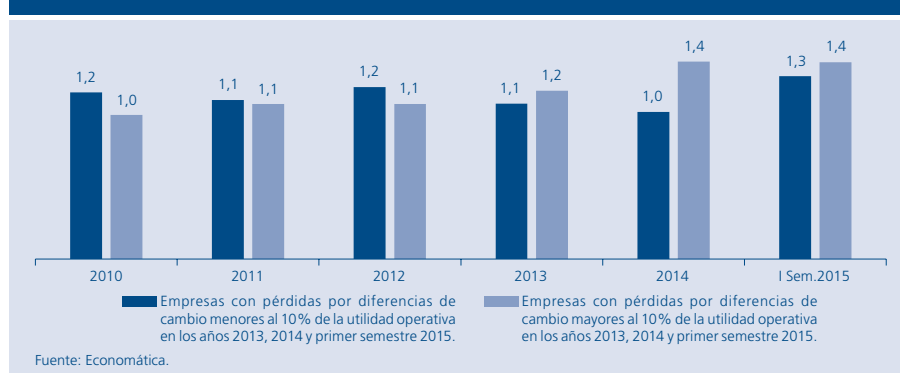
Cuadro 2.17
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS QUE HAN REALIZADO EMISIONES EN EL EXTERIOR ^{1/}

	2010	2011	2012	2013	2014	I Sem.15
Ratio de apalancamiento (pasivos total / patrimonio)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3
Pasivos financieros como % de los pasivos totales	55%	56%	60%	61%	63%	66%
Tasa anual de crecimiento de los pasivos financieros 2009:2014			25%			
Ratio de cobertura de intereses (utilidad operativa / gastos financieros)	11,0	11,9	7,8	5,9	5,2	4,1
Pérdidas por diferencia de cambio como % de la utilidad operativa	0,1%	0,2%	2,7%	-7,4%	-6,2%	-12,5%
Ratio de liquidez corriente (activo corriente / pasivo corriente)	1,6	1,4	1,4	1,8	1,4	1,4
Ratio de liquidez ácida ((activo corriente - inventarios) / pasivo corriente)	1,2	1,1	0,9	1,2	1,1	1,0

^{1/} Los datos corresponden a la mediana de una muestra de 17 empresas corporativas no financieras que han realizado emisiones de instrumentos de deuda

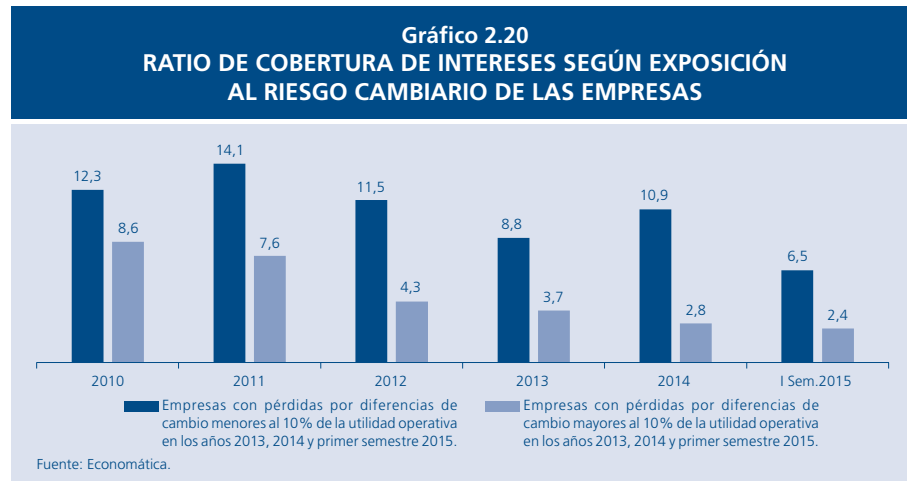
Fuente: Economática - Estados financieros de las empresas reportados a la Superintendencia del Mercado de Valores.

Gráfico 2.19
RATIO DE APALANCAMIENTO SEGÚN EXPOSICIÓN AL RIESGO CAMBIARIO DE LAS EMPRESAS



De las empresas que han emitido en el exterior, existen algunas que no han registrado pérdidas por diferencias de cambio o que éstas han sido mínimas. Las empresas mineras (Southern Copper, Volcan y Milpo) y pesqueras (Exalmar), al ser exportadoras y productoras de *commodities* (metales y harina de pescado) generan sus ingresos en dólares por lo que tienen un calce natural. Incluso, dado que un porcentaje de sus costos está denominado en soles (por ejemplo, costos laborales), se podrían beneficiar de una apreciación del dólar. Por su parte, los contratos de concesión de las empresas de servicios públicos establecen tarifas en dólares (telefonía y eléctricas) o indexadas a la inflación de los Estados Unidos (transporte de gas natural).





Además, se observa que las empresas que no están expuestas al riesgo cambiario o que presentan una baja exposición a este riesgo³³ tienen una posición financiera más sólida (menor apalancamiento) e indicadores que acreditan una mayor capacidad de pago de sus obligaciones (mejor cobertura de intereses).

46. Un mayor uso de instrumentos derivados con fines de cobertura permitiría a las empresas con posición de cambio negativa en dólares aminorar sus potenciales pérdidas cambiarias.

Las empresas pueden evaluar dos medidas para disminuir su exposición al riesgo cambiario. La primera es utilizar instrumentos derivados para cubrir los flujos futuros que deben desembolsar provenientes de una emisión o un préstamo en dólares³⁴. En ese sentido, un mayor desarrollo del mercado de coberturas cambiarias en el Perú permitiría que las empresas puedan cubrir más fácilmente sus descargos cambiarios, para lo cual se requiere, a su vez, que las gerencias de finanzas y de riesgos de las empresas corporativas le den más importancia, evalúen correctamente y administren más eficientemente el riesgo cambiario.

La segunda medida es la recompra de parte de su propia deuda en dólares, mediante la emisión de nueva deuda en soles³⁵. Cabe indicar que esta opción se ve favorecida

33 Definida como aquellas empresas cuyas pérdidas por diferencia de cambio son menores al 10% de su utilidad operativa para los años 2013, 2014 y primer semestre de 2015. Bajo esa definición, 7 de la muestra de 17 empresas tienen baja o nula exposición al riesgo cambiario.

34 Este fue el caso de Cementos Pacasmayo que redujo su pérdida cambiaria, de S/ 48 millones en 2013 (sin cobertura cambiaria en esa oportunidad) a S/ 15 millones en 2014 (gracias a que la empresa contrató un *cross currency swap*).

35 Esta estrategia ha sido implementada, por ejemplo, por Alicorp, que ha colocado en el mercado local bonos corporativos por S/ 500 millones a 15 años de plazo (enero de 2015) y por S/ 116 millones a 3 años de plazo (diciembre de 2014). Con los recursos obtenidos, ha recomprado parte de su emisión internacional de *Senior Notes 2023* (del monto total emitido de US\$ 450 millones, recompró US\$ 89 millones en enero de 2015 y US\$ 238 millones en octubre de 2015).

por las actuales condiciones del mercado de deuda. Así, la menor preferencia de los inversionistas por instrumentos de deuda de empresas de países emergentes junto con las expectativas de alza de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos ha llevado a que el valor de mercado de estos bonos haya descendido, en muchos casos, por debajo de su valor nominal.

En el Gráfico 2.22 se muestra el valor promedio del ratio cotización de mercado sobre el valor nominal de los bonos emitidos en el exterior por ocho empresas de distintos sectores³⁶. Como se puede apreciar, la reducción del valor de mercado de estos bonos por debajo de su valor nominal ocurrió principalmente en el tercer trimestre de 2015.



Financiamiento a los Hogares

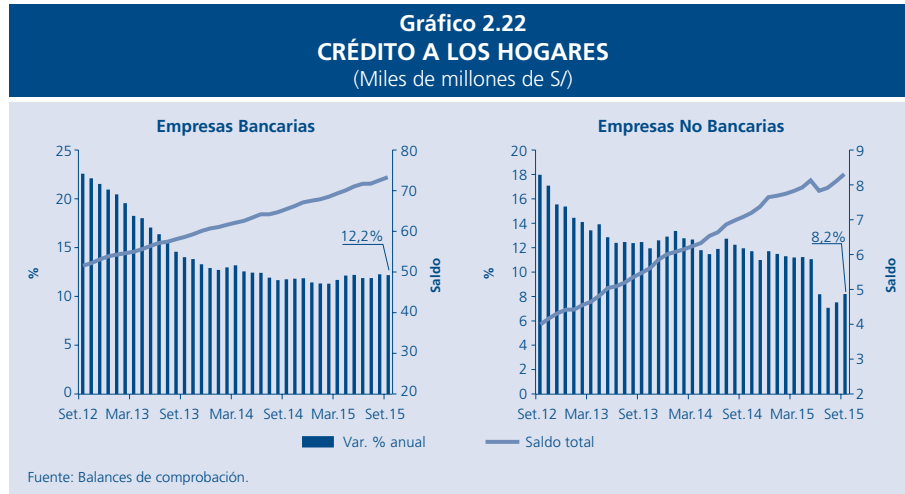
47. **La tasa de crecimiento anual de los créditos a los hogares (consumo e hipotecario) se ha mantenido estable en los últimos doce meses (11,8%).**

A setiembre de 2015, el número de personas que tienen únicamente deuda de consumo representó la mayor parte de los deudores en el segmento de hogares (94,9%); aunque el monto de su deuda alcanzó el 48,5% de la deuda total de los hogares, nivel similar al registrado en setiembre de 2014.

El porcentaje de personas que cuentan únicamente con deuda hipotecaria fue el 1,8% de los deudores (nivel similar a setiembre de 2014), pero su deuda representa el 12,5% de la deuda total de los hogares. Por su parte, las personas que tienen ambos tipos de créditos representan el 3,3% del total de deudores, concentran el 39% de la deuda total de los hogares y registran un nivel de deuda promedio mayor que los que tienen solo créditos hipotecarios.

36 Los bonos considerados corresponden a las empresas Volcan, Minsur, Ferreycorp, Corporación Lindley, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Milpo y Transportadora de Gas del Perú.





Entre los deudores que cuentan únicamente con créditos hipotecarios, el ratio de morosidad aumentó de 3,03% a 3,81% en los últimos doce meses, mientras que en el grupo que cuentan únicamente con créditos de consumo dicho ratio se redujo ligeramente en el mismo período (de 5,15% a 4,86%). Por su parte, los deudores que cuentan con ambos tipos de créditos registran una deuda promedio más alta que el resto de grupos y un leve aumento en su ratio de morosidad (de 1,62% a 1,93%).

Cuadro 2.18
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE LOS HOGARES EN SETIEMBRE DE 2015 1/

	Sólo hipotecario	Sólo consumo	Consumo e hipotecario	Total deuda de hogares
Número de deudores	79 043	4 165 900	146 079	4 391 022
Saldo Deuda (millones de S/)	10 182	39 605	31 834	81 620
Deuda Promedio (S/)	128 813	9 507	217 921	18 588
Cartera Morosa (% Deuda) 2/	3,81	4,86	1,93	3,59
CAR, Cartera de Alto Riesgo (% Deuda) 3/	5,97	8,43	4,17	6,46

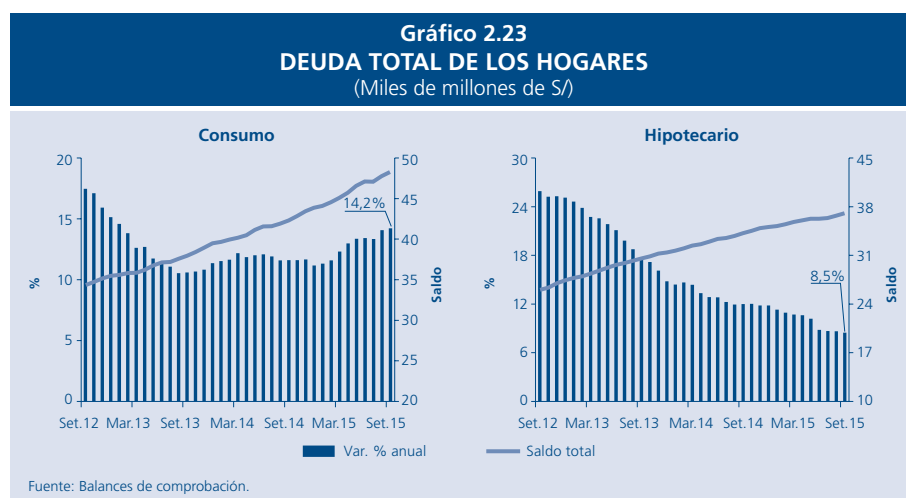
1/ No se considera al Banco de la Nación.
2/ La cartera morosa considera la cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada.
3/ La CAR considera la cartera de los deudores con clasificación CPP, Deficiente, Dudoso y Pérdida.
Fuente: Reporte crediticio consolidado.

48. **La dolarización de la deuda total de los hogares con el sistema financiero se redujo en los últimos doce meses, sobre todo en los créditos hipotecarios, cuyos nuevos créditos básicamente se otorgan en moneda nacional.** El saldo de créditos hipotecarios en moneda extranjera registra una disminución sostenida desde mayo de 2013.

Cuadro 2.19 CRÉDITO A LOS HOGARES 1/ (Millones de S/)								
	Set.13	Set.14	Dic.14	Set.15	Set.14/Set.13		Set.15/Set.14	
					Flujo	Var. %	Flujo	Var. %
Total	65 334	73 026	75 452	81 620	7 693	11,8	8 594	11,8
En Moneda Nacional	47 788	56 260	58 902	68 158	8 471	17,7	11 898	21,1
En Moneda Extranjera	17 545	16 767	16 549	13 463	-779	-4,4	-3 304	-19,7
Dolarización(%)	26,9%	23,0%	21,9%	16,5%	-3,9%		-6,5%	
Del cual:								
Consumo	11,2%	10,4%	9,9%	7,3%	-0,8%		-3,0%	
Hipotecario	44,7%	37,3%	35,8%	27,5%	-7,4%		-9,8%	

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2015. No se consideran los créditos del Banco de la Nación.
Fuente: Balances de Comprobación.

49. **La tasa de crecimiento anual de los créditos de consumo aumentó en los últimos doce meses, mientras que la de los créditos hipotecarios continuó con su tendencia de desaceleración.**



50. **En los últimos doce meses, los préstamos otorgados a través de tarjetas de crédito han crecido a un mayor ritmo anual que los préstamos otorgados en la modalidad de cuotas.** Como resultado, la participación de tarjetas de crédito en el total de créditos de consumo, se incrementó de 36,8% a 38,9% en





similar periodo³⁷. Por su parte, la participación de créditos por convenio se redujo en los últimos doce meses de 22,4% a 15,6%, mientras que el crédito vehicular se mantuvo estable en alrededor de 6%.

El crecimiento de los préstamos otorgados a través de tarjetas de crédito ha venido acompañado con un aumento de la línea de crédito autorizada o aprobada por las instituciones financieras del país que se incrementó en 15,1% desde diciembre de 2014 (de S/ 6 415 a S/ 7 385) y en 26% desde diciembre de 2013 (de S/ 5 862 a S/ 7 385). El porcentaje de utilización de la línea autorizada promedio por tarjeta de crédito se mantuvo estable el mismo período.

Cuadro 2.20
SALDOS DE CRÉDITOS DE CONSUMO POR TIPO DE OPERACIÓN
(Millones de S/)

	Set.13		Set.14		Set.15	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
Convenio 1/	8 040	23,5%	8 601	22,4%	6 924	15,6%
Libre Disponibilidad 2/	9 675	28,2%	11 154	29,0%	13 068	29,4%
Vehicular	2 135	6,2%	2 337	6,1%	2 469	5,5%
Tarjeta Crédito	12 609	36,8%	14 137	36,8%	17 333	38,9%
Otros 3/	1 791	5,2%	2 171	5,7%	4 720	10,6%
Total Consumo	34 250	100%	38 401	100%	44 514	100%

1/ Préstamo que cuenta con convenio de descuento por planilla.

2/ Préstamo de consumo no revolvente de libre disponibilidad.

3/ Considera avances en cuenta corriente, arrendamiento financiero y créditos pignoraticios

Fuente: Reporte Crediticio Consolidado.

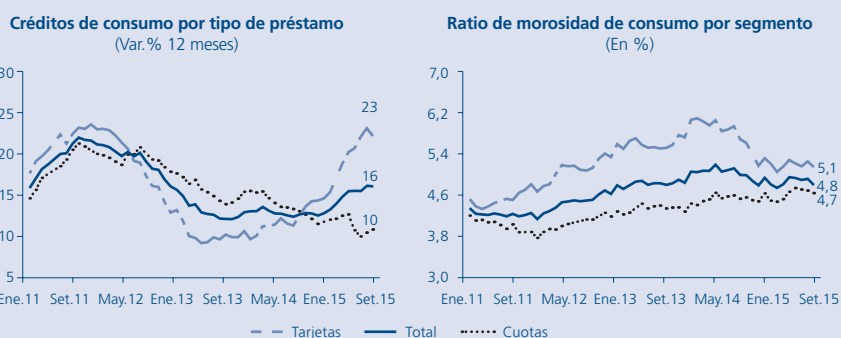
37 Ello también considera la mayor preferencia de las personas para efectuar compras a través de tarjetas de crédito con respecto al efectivo.

Recuadro 1
EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS OTORGADOS A TRAVÉS DE TARJETAS DE CRÉDITO

En setiembre de 2015, los préstamos otorgados a través de tarjetas de crédito crecieron en 23% anual, a diferencia la desaceleración observada en los últimos años. Por ello, la tasa de crecimiento de los créditos de consumo también se aceleró, pese a que la dinámica de la tasa de crecimiento de los préstamos en la modalidad de cuotas se mantiene relativamente estable en los últimos meses. Cabe indicar que el mayor endeudamiento por tarjetas de crédito se centra en los deudores con mayores ingresos.

El crecimiento de la deuda por tarjetas de crédito se da en un contexto en el cual el Índice de Confianza del Consumidor se mantiene en el tramo optimista (en promedio de 61 puntos entre enero y agosto de 2015), la demanda interna crece a una tasa similar a la de 2014 y el empleo muestra una moderada recuperación (la tasa de crecimiento anual de la PEA ocupada pasó de 0,8% en enero de 2015 a 1,8% en julio último).

El actual dinamismo de los préstamos en tarjetas de créditos ocurre luego que éstos registraran primero una sostenida desaceleración de noviembre de 2011 a marzo de 2013 y posteriormente un bajo crecimiento entre abril de 2013 y agosto de 2014, período en el cual las entidades financieras tomaron medidas correctivas para una mejor administración del riesgo de crédito (por ejemplo, reducción de líneas de crédito y de disposición en efectivo) para contener la mayor morosidad registrada. A ello se añadió la entrada en vigencia de medidas regulatorias adoptadas por la SBS a fin que las entidades financieras sean más prudentes en el otorgamiento de créditos de consumo³⁸.



Fuente: Balances de comprobación.

Entre setiembre de 2014 y setiembre de 2015, el dinamismo en tarjetas de crédito se da con mayor intensidad en los clientes únicos (crecimiento de 26% anual) que en los clientes compartidos por 3 entidades financieras o más (crecimiento de 20% anual). Asimismo, el ratio de morosidad se ha reducido en todos los grupos, al igual que la proporción de clientes morosos (clientes que registran cartera morosa).

38 En noviembre de 2012, se estableció mayores requerimientos de patrimonio efectivo para créditos de consumo revolventes de mayores plazos y, en abril de 2014, entró en vigencia el nuevo reglamento para tarjetas de crédito, que dispone, entre otras medidas, el aumento del monto mínimo para el pago de cuotas.





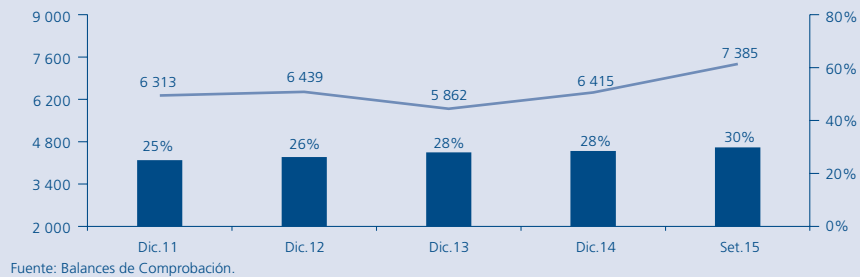
CARACTERÍSTICAS DE LOS CLIENTES CON DEUDA DE TARJETA DE CRÉDITO EN EL SISTEMA FINANCIERO

Nº de entidades con las que registran deuda	Número de deudores	Saldo (Mill. S/)	Set.14			Set.15				
			Deuda Promedio (Miles S/)	Ratio de morosidad (%)	Deudores morosos (%)	Deuda Promedio (Miles S/)	Ratio de morosidad (%)	Deudores morosos (%)		
1	1 590 021	3 344	2 103	8,9	11,1	1 632 568	4 199	2 572	7,9	10,3
2	634 007	3 793	5 983	5,6	11,2	661 998	4 751	7 176	4,9	10,1
3 ó más	450 395	7 000	15 542	4,3	12,4	468 384	8 383	17 897	3,9	10,9
Total 1/	2 674 423	14 137	5 286	5,7	11,4	2 762 950	17 333	6 273	5,1	10,4

1/ Contabiliza una sola vez a aquellos deudores que posean más de un tipo de crédito.
Fuente: Reporte crediticio consolidado.

Cabe indicar que el incremento de los préstamos a través de tarjetas de crédito ha venido acompañado de un aumento en la línea autorizada por parte del sistema financiero a los tarjeta habientes, la cual creció en 15% entre 2014 y setiembre de 2015, en un contexto en el que utilización de dicha línea se mantuvo en un rango de 28% a 30%.

LÍNEA AUTORIZADA PROMEDIO POR TARJETA DE CRÉDITO DE CONSUMO (S/) Y UTILIZACIÓN PROMEDIO (%)

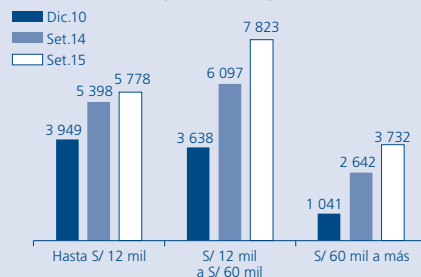


Fuente: Balances de Comprobación.

Debido a que la variable ingreso de las personas no se encuentra disponible para analizar el sobreendeudamiento, se agrupa a los deudores en tres categorías de acuerdo a su nivel de deuda registrada: 1) menor a S/ 12 mil; 2) entre S/ 12 mil y S/ 60 mil; y, 3) más de S/ 60 mil, dado que las líneas de crédito están directamente relacionadas con los ingresos de los clientes.

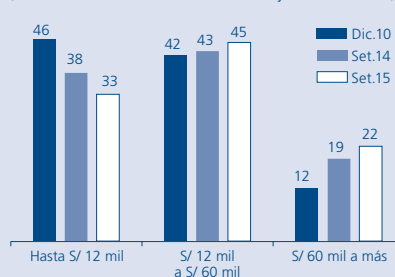
Dada esa segmentación, se observa que el crecimiento de los préstamos a través de tarjetas de crédito se estaría dando con más intensidad en los clientes con mayores saldos de deuda de tarjetas de crédito (en la categoría de S/ 12 mil a S/ 60 mil y de S/ 60 mil a más, con un crecimiento de 28% y 41%, respectivamente) y, por ende, en aquellas personas que cuentan con una mayor línea de crédito autorizada.

Colocaciones de tarjetas de crédito por tramo de deuda* (Millones de S/)



* Sistema financiero, excluye Banco de la Nación.
Fuente: Reporte crediticio consolidado.

Colocaciones de tarjetas de crédito por tramo de deuda* (Part. % de cada tramo dentro de tarjetas de crédito)



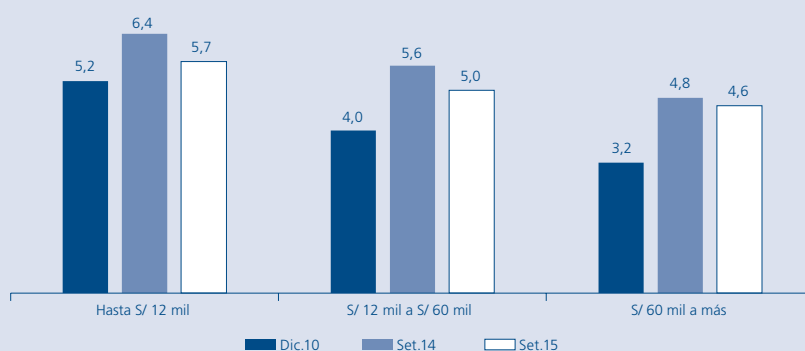
El aumento en las colocaciones a los clientes de mayores saldos de deuda refleja el incremento tanto en el número de deudores en dichos tramos como en el monto de la deuda promedio, sobre todo en la categoría de S/ 60 mil a más.

Tramos	Número de deudores (En miles)			Deuda promedio (S/)		
	Dic.10	Set.14	Set.15	Dic.10	Set.14	Set.15
Hasta S/ 12 mil	1 704	2 393	2 402	2 318	2 255	2 406
S/ 12 mil a S/ 60 mil	159	254	324	22 849	24 047	24 175
S/ 60 mil a más	11	28	38	92 044	95 576	99 352
Total	1 874	2 674	2 763	4 604	5 286	6 273

Fuente: Reporte crediticio consolidado.

Con respecto a la calidad de los activos, el ratio de morosidad en todas las categorías de deuda analizadas se redujo en los últimos doce meses tanto por el crecimiento de los créditos como por los castigos de cartera en esta modalidad de préstamos. Sin embargo, se debe señalar que los clientes con mayor saldo de deuda registran un ratio de morosidad superior al de hace cinco años.

RATIO DE MOROSIDAD DE TARJETAS DE CRÉDITO POR TRAMO DE DEUDA* (%)



* Sistema financiero, excluye Banco de la Nación.
Fuente: Reporte crediticio consolidado.

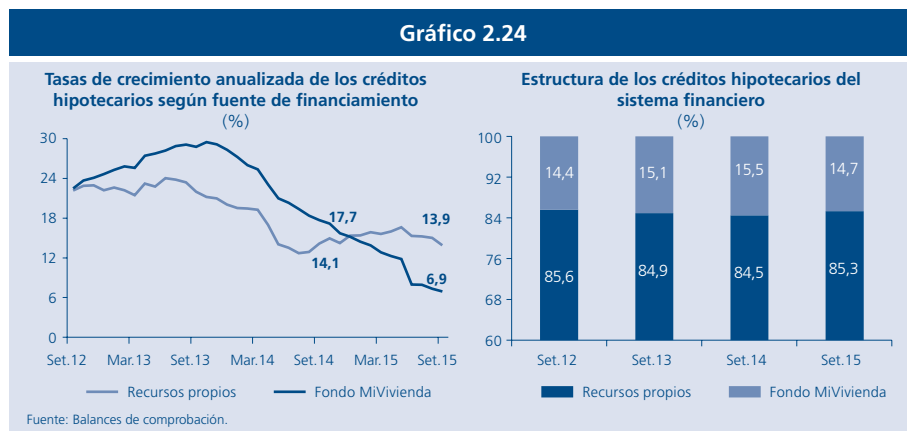
En este contexto y en la medida en que los bancos realicen un adecuado manejo del riesgo de crédito, se podría esperar que la mayor deuda otorgada por estas entidades esté destinada a personas con mayor capacidad de endeudamiento. En caso contrario, el crecimiento de estos créditos implicaría un sobreendeudamiento de dichos clientes, esto es, un mayor riesgo de crédito y un potencial deterioro en la calidad de dicha cartera ante posibles escenarios de desaceleración económica.

Ante ello, la SBS en su rol de supervisor puede evaluar medidas prudenciales para verificar la capacidad de pago y la calidad de la cartera de dichos deudores, la cual se desarrolla bajo un marco regulatorio exigente, pues en un escenario de menor crecimiento de la actividad económica y la competencia de mercado podría acarrear problemas en la capacidad de los clientes, dado un sobreendeudamiento de los mismos.





51. **La desaceleración de la tasa de crecimiento de los créditos hipotecarios, correspondió principalmente a los préstamos otorgados por el sistema financiero con recursos del Fondo Mivivienda.** La dinámica de los créditos hipotecarios ha venido acompañada de un deterioro en los tramos de mayor deuda. En los últimos doce meses, el ratio de morosidad tanto en los créditos hipotecarios con recursos del Fondo Mivivienda, como en aquellos con recursos de las propias instituciones financieras pasó de 1,7% a 2,1%.



52. **En los últimos doce meses, la tasa de interés de los créditos de consumo en moneda nacional se redujo en los bancos y CRAC. En los créditos hipotecarios, las entidades financieras redujeron sus tasas de interés en moneda nacional.**

Cuadro 2.1
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS A HOGARES - SETIEMBRE 2015
(%)

		Consumo		Hipotecario	
		MN	ME	MN	ME
Banca	Set-14	43,04	27,30	9,20	7,58
	Mar-15	40,58	30,88	8,57	7,38
	Set-15	42,40	32,40	8,59	6,81
Financieras	Set-14	59,42	24,27	13,38	-
	Mar-15	60,11	24,28	12,50	-
	Set-15	60,14	22,13	12,69	-
CM	Set-14	29,55	15,16	13,92	11,93
	Mar-15	30,00	16,59	14,71	13,30
	Set-15	30,81	-	-	-
CRAC	Set-14	35,54	-	11,27	-
	Mar-15	35,52	-	-	-
	Set-15	31,31	-	10,10	-

Fuente: SBS.

III. MERCADO DE CAPITALES

III.1 Panorama del Mercado de Capitales

53. **El mercado de capitales doméstico presenta un grado de desarrollo medio bajo según el Indicador del Grado de Desarrollo del Mercado de Capitales.** Este indicador se ha desarrollado para proveer una evaluación comprensiva y extensiva del grado de desarrollo del mercado de capitales, considerando seis factores: profundidad o tamaño; liquidez; relevancia de los inversionistas institucionales; institucionalidad; grado de sofisticación del mercado; y, fortaleza financiera de las empresas no financieras. La metodología empleada para la elaboración de este indicador se muestra en el Recuadro 2.
54. **El Indicador del Grado de Desarrollo del Mercado de Capitales en lo que va del año 2015³⁹ muestra que el mercado obtiene una calificación de 3, sobre un máximo de 10, que es menor a las calificaciones registradas en años anteriores.** Esta disminución se debe a la reducción de los indicadores de liquidez e institucionalidad. Según dicho indicador, las principales debilidades del mercado son su poca liquidez, el tamaño relativamente bajo de los portafolios administrados por los inversionistas institucionales locales y la alta proporción de activos líquidos en sus portafolios. Esto último refleja el número limitado de posibilidades de inversión para la demanda creciente de estos inversionistas.

Actualmente, el número de emisores de instrumentos de deuda y de capital es insuficiente para el monto total de recursos disponibles por invertir de las AFP, las compañías de seguros y los fondos mutuos.



39 De acuerdo a la disponibilidad de información, algunos sub-factores han sido actualizados a setiembre de 2015 y otros a junio de 2015.



Cuadro 3.1
INDICADOR DEL GRADO DE DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

Factores	2009	2012	2014	2015
Profundidad	4	4	3	3
Liquidez	2	2	2	1
Inversionistas Institucionales	2	2	2	2
Institucionalidad	5	4	4	3
Sofisticación (<i>Completeness</i>)	5	4	5	5
Fortaleza Financiera de las Empresas No Financieras	5	6	5	4
Promedio	4	4	4	3

Recuadro 2
METODOLOGÍA PARA LA ESTIMACIÓN DEL INDICADOR DEL GRADO DE DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

El Banco Central de Reserva del Perú viene trabajando en la elaboración de un Mapa de Estabilidad Financiera que permitirá evaluar e identificar vulnerabilidades, riesgos y amenazas a la estabilidad financiera. El Indicador del Grado de Desarrollo del Mercado de Capitales es una de las dimensiones de este mapa⁴⁰.

Indicador del Grado de Desarrollo del Mercado de Capitales

Este indicador provee una evaluación comprensiva y extensiva del grado de desarrollo del mercado de capitales local. Consiste en un índice que es el resultado de promediar los valores de seis factores: I) Profundidad (tamaño); II) Liquidez; III) Relevancia de los inversionistas institucionales⁴¹; IV) Institucionalidad; V) Grado de sofisticación (*completeness*) del mercado de capitales; y, VI) Fortaleza financiera de las empresas no financieras.

Cada factor está compuesto por sub-factores y estos últimos, a su vez, están compuestos por uno o más indicadores (usualmente ratios). Los valores tomados por cada indicador se transforman a una escala de 1 (menor desarrollo) a 10 (mayor desarrollo).

En el caso de algunos indicadores (por ejemplo, la mayoría de los que conforman los factores I, II, III y VI), la escala se puede interpretar como el decil⁴² de la distribución de datos de referencia (*benchmark*) en el que se ubica el valor del indicador evaluado. En el caso de otros indicadores (por ejemplo, los del factor IV), la escala se interpreta como la posición relativa o *ranking* que ocupa el valor del indicador evaluado.

Luego, se obtiene el valor de cada sub-factor como el promedio de los valores transformados (en una escala de 1 a 10) de los indicadores componentes. Del mismo modo, se obtiene el valor de cada factor como resultado del promedio de los sub-factores que lo conforman.

Por su parte, los *benchmarks* usados para cuantificar cada factor son:

- El mercado de capitales de los Estados Unidos de América (Factores I, II y III). La elección del mercado norteamericano constituye una referencia exigente para nuestro mercado; sin embargo,

40 Las otras dimensiones están referidas a la fortaleza financiera de las instituciones financieras domésticas (indicador que ya se viene publicando en el Reporte de Estabilidad Financiera como el mapa de fortaleza financiera); a los riesgos macroeconómicos domésticos; al riesgo de mercado doméstico; a las condiciones monetarias y financieras domésticas; y, a los riesgos globales.

41 Los inversionistas institucionales incluyen a los fondos de pensiones, las compañías de seguros, los fondos mutuos y los fondos de inversión.

42 En este caso, el término "decil" hace referencia a cada uno de los diez grupos o intervalos de valores que dividen el conjunto de datos de referencia o "*benchmark*" (ordenados de menor a mayor), de modo tal que cada grupo contiene el mismo número de datos (es decir, cada grupo representa la décima parte de la distribución de datos de referencia).

- su uso como *benchmark* permite tener una buena aproximación del grado de desarrollo de nuestro mercado, dado el nivel de avance y desarrollo que el mercado norteamericano posee⁴³.
- La posición relativa del Perú en el Reporte de Competitividad Global elaborado por el *World Economic Forum*⁴⁴. (Factor IV).
 - El desempeño histórico de las empresas no financieras domésticas (Factor VI).

A continuación se presenta la forma en que se cuantifica los indicadores de cada uno de los seis factores considerados:

FACTOR 1: Profundidad del Mercado de Capitales		
Sub-factor	Descripción	Indicador
Deuda Pública	Deuda pública emitida en moneda nacional y negociada en el mercado de capitales doméstico como proporción de la deuda pública total.	(Bonos Soberanos + Letras del Tesoro Público) / Deuda Pública Total
	Deuda pública emitida en moneda nacional y negociada en el mercado de capitales doméstico como proporción del PBI	(Bonos Soberanos + Letras del Tesoro Público) / PBI
Deuda Privada	Importancia del financiamiento privado en el mercado de capitales en términos del total del financiamiento corporativo (mercado de capitales y sistema bancario).	Deuda corporativa total en el mercado de capitales / (Deuda corporativa total en el mercado de capitales + Crédito de la banca al sector corporativo)
Capitalización de mercado	Valor de mercado total de las acciones de las empresas que cotizan en la bolsa de valores local, como proporción del PBI.	Capitalización de mercado / PBI
FACTOR 2: Liquidez		
Deuda Pública	Coficiente de rotación de los bonos del sector público negociados en el mercado doméstico (Bonos Soberanos).	Valor negociado anual de Bonos Soberanos / Promedio del monto de la deuda soberana en circulación
Bolsa de Valores	Proporción de las 100 acciones más negociadas en la bolsa que tienen una frecuencia de negociación diaria de al menos 95%.	Número de acciones negociadas al menos el 95% de días en el mercado / 100
FACTOR 3: Tamaño de los Inversionistas Institucionales		
Demanda potencial de valores en el mercado de capitales doméstico	Tamaño de los ahorros domésticos invertidos por los inversionistas institucionales en el mercado de capitales (doméstico y extranjero) en términos del PBI.	Portafolio de los inversionistas institucionales / PBI
Importancia del portafolio sin valores	Proporción de activos líquidos en el portafolio de los inversionistas institucionales.	Efectivo y depósitos bancarios / Portafolio de los inversionistas institucionales
FACTOR 4: Institucionalidad		
Sub Factor 4.1 Eficiencia del Sector Corporativo		Sub Factor 4.2 Marco Legal / Cumplimiento Eficiente
Comportamiento ético de las empresas		Derechos de propiedad
Fortaleza de la auditoría y estándares de reporte		Índice de derechos legales
Eficacia de la junta corporativa		Eficiencia del marco legal en solución de controversias
Protección de los intereses del inversionista minoritario		Protección de la propiedad intelectual
Fortaleza de la protección al inversionista		Regulación de la Bolsa de Valores
Sub Factor 4.3. Crimen y Corrupción		Sub Factor 4.4. Eficiencia del Sector Público
Confianza pública en los políticos		Diversidad de fondos públicos
Pagos irregulares y sobornos		Independencia jurídica
Costos económicos del crimen y la violencia		Costos de la regulación gubernamental
Crimen organizado		Transparencia en la toma de decisiones del gobierno
Costo económico del terrorismo		Despilfarro del gasto público
El puntaje del factor (así como de cada sub-factor) se obtiene calculando el promedio simple de los valores de los indicadores que lo componen y, después, evaluando la posición relativa o ranking (en una escala del 1 al 10) de ese promedio respecto al del resto de países incluidos en el Reporte de Competitividad Global (por ejemplo, el Reporte 2015-2016 incluye a 140 países).		

43 Alternativamente, se consideró utilizar otros *benchmarks*, tales como los mercados de los países miembros de la Alianza del Pacífico. Sin embargo, el grado de desarrollo dispar y más limitado de dichos mercados hizo que no fueran considerados como referencias adecuadas.

44 El *World Economic Forum* es una fundación sin fines de lucro con sede en Ginebra, que realiza su asamblea anual en el Monte de Davos (Suiza). Allí se reúnen los principales líderes empresariales, políticos internacionales y periodistas e intelectuales selectos para analizar los problemas más apremiantes que enfrenta el mundo; entre ellos, la salud y el medioambiente.





FACTOR 5: Grado de sofisticación (Completeness)		
Este indicador mide el número de instrumentos de financiamiento disponibles para ser negociados o emitidos en el mercado de capitales. Cada instrumento es agrupado en la clase de título valor correspondiente (renta fija, renta variable, bonos, etc.) o en el mercado Forex (divisas) o en el mercado de derivados. El indicador refleja el ratio de disponibilidad de los instrumentos sobre el número de posibles instrumentos. Un instrumento es considerado disponible si se ha realizado al menos una operación con él en los últimos 12 meses.		
FACTOR 6: Fortaleza financiera de las empresas no financieras		
Sub Factor 6.1. Crecimiento y Rentabilidad		
Tasa de crecimiento de ventas		
Tasa de crecimiento del EBIT (utilidad operativa)		
Margen operativo (utilidad operativa / ventas)		
Retorno del patrimonio neto (ROE)		
Retorno de los activos (ROA)		
Sub Factor 6.2. Fortaleza Financiera – Ratios de apalancamiento		
Ratio de deuda	(en términos de patrimonio) cuánto financiamiento proviene de deuda (préstamos)	Pasivo Total / Patrimonio
	(en términos de ventas) evalúa la capacidad de la empresa de pagar sus obligaciones financieras	Pasivo Total / Ventas
	(en términos de EBIT) también evalúa la capacidad de la empresa de cumplir sus obligaciones financieras	Pasivo Total / EBIT
Estructura temporal de la deuda		Pasivo Corriente / Pasivo Total
Ratio de cobertura de intereses	Muestra la facilidad con la que una compañía puede pagar los intereses de su deuda emitida	EBIT / Gastos por Intereses
Sub Factor 6.3. Liquidez		
Ratio Corriente	Activo corriente / Pasivo corriente	
Ratio de Prueba Ácida	(Activo corriente - inventarios) / Pasivo corriente	
Sub Factor 6.4. Ciclo operativo neto – Ciclo de conversión de efectivo		

Agregación de factores

El indicador de grado de desarrollo del mercado de capitales se obtiene calculando un promedio simple de los valores de los seis factores considerados.

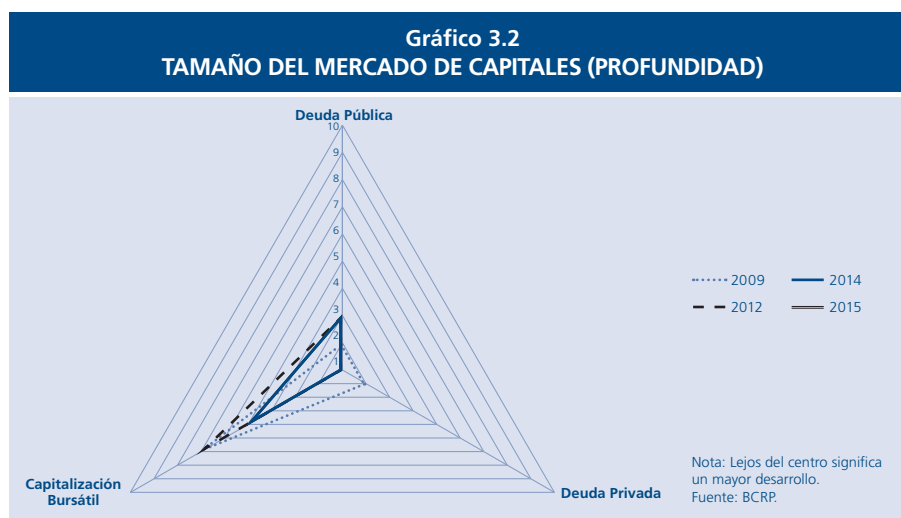
Asimismo, el mapa del grado de desarrollo del mercado de capitales se obtiene mediante la representación gráfica en seis dimensiones (o ejes) de los valores de cada uno de los factores. Mientras más lejos se sitúe el valor de un factor del centro (u origen) del mapa, la interpretación será la siguiente (dependiendo de cada factor):

- Más profundo, más líquido y más sofisticado es el mercado de capitales peruano.
- El marco institucional se está fortaleciendo.
- La demanda por valores negociables en el mercado de capitales es más fuerte.
- Las empresas financieras se hacen financieramente más sólidas.

Profundidad

55. **El tamaño del mercado de capitales es aún bajo, reflejando la poca profundidad del mercado.** Entre 2009 y 2015, la calificación de este factor se redujo ligeramente. A nivel de indicadores, el mercado de deuda soberana registra una continua mejora

en el período analizado, mientras que los indicadores del mercado de deuda privada y de capitalización bursátil muestran una evolución decreciente.



Cuadro 3.2
INDICADORES DEL FACTOR PROFUNDIDAD

	2009	2012	2014	2015
Deuda Pública				
Bonos Soberanos y Letras del Tesoro (como % de la deuda pública total)	21,5%	31,1%	38,3%	40,5%
Bonos Soberanos y Letras del Tesoro (como % del PBI)	5,8%	6,3%	7,7%	8,1%
Deuda Privada (% de Deuda Corporativa en el Mercado de Capitales)	22,6%	19,0%	14,1%	13,9%
Capitalización Bursátil (% del PBI)	85,0%	77,0%	62,7%	60,2%
Factor Profundidad (del 1 al 10)	4	4	3	3

56. **El Mercado de Deuda Pública muestra un bajo nivel de desarrollo, aunque con una tendencia creciente en el período 2009-2015.** Esta evolución responde al crecimiento de las emisiones de títulos de deuda soberana, en el contexto de la implementación y puesta en marcha del Programa de Creadores de Mercado de Bonos Soberanos, el mismo que tiene como propósito desarrollar el mercado de deuda pública en soles y, con ello, ofrecer una curva de rendimiento de referencia para el mercado de capitales doméstico.
57. **Por su parte, el Mercado de Deuda Privada aún registra un nivel incipiente de desarrollo, con una tendencia decreciente entre los años 2009 y 2015.** Esta evolución refleja el hecho que son relativamente pocas las empresas que tratan de





obtener financiamiento en el mercado de capitales⁴⁵, sin considerar que este acceso les brinda la posibilidad de reducir el costo del capital; acceder a financiamiento de largo plazo; diversificar sus fuentes de fondeo; conseguir estructuras de financiamiento acorde con los plazos de maduración y el flujo de caja previsto de sus proyectos; e, incrementar su poder negociación frente a otros proveedores de financiamiento, especialmente el sistema bancario.

58. **El indicador de Capitalización Bursátil refleja un tamaño medio del mercado accionario, como proporción del PBI⁴⁶, aunque registra una tendencia decreciente en el período 2009-2015.** Previamente, la capitalización del mercado bursátil, como proporción del PBI, experimentó una importante alza entre los años 2002 y 2007 gracias al ciclo alcista de los *commodities* que revalorizó, entre otras, a las acciones mineras y agrarias, así como al crecimiento económico del país que incrementó el valor de las acciones ligadas a la demanda interna.

Cabe indicar que, durante el último año, ante el posible incremento de las tasas de interés en Estados Unidos y la recuperación gradual de las economías desarrolladas, los índices de las principales bolsas latinoamericanas han mostrado una tendencia decreciente, mientras que los índices de las principales bolsas de los países desarrollados mostraron una tendencia más estable.



- 45 El número de emisores de instrumentos de deuda en el mercado doméstico viene creciendo desde el año 2010 (102 emisores en total en el período enero 2010 – setiembre 2015), al igual que el número total de emisiones (466, en el mismo período). Es importante notar que, en ese mismo periodo, un número importante de emisores (46) decidió realizar emisiones en el exterior, aprovechando la coyuntura de bajas tasas de interés internacionales. Sin embargo, algunos de ellos (los que se orientan al mercado interno) enfrentaron un riesgo cambiario que los ha motivado a la realización de coberturas cambiarias.
- 46 Mide el valor de las empresas listadas en el mercado bursátil en relación al tamaño de la economía del país. Una capitalización bursátil como proporción del PBI más elevada implica un mercado accionario más desarrollado, donde las principales empresas de un país determinado están listadas en su mercado bursátil. Por lo tanto, estas empresas pueden utilizar el mercado accionario para obtener financiamiento vía la emisión de nuevas acciones, por ejemplo.

Liquidez59. **El grado de liquidez del mercado de capitales también es relativamente bajo.**

Cuadro 3.3 LIQUIDEZ DEL MERCADO DE CAPITALES PERUANO				
Subfactores	2009	2012	2014	2015
Proporción de acciones con alta frecuencia de negociación	0,16	0,18	0,14	0,09
Rotación de los bonos soberanos	1,59 veces	1,07 veces	1,03 veces	0,74 veces
Factor Liquidez	2	2	2	1

Fuente: BCRP.

El sub-factor de liquidez del mercado bursátil alcanza un valor de 1, reflejando la baja frecuencia de negociación de las acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Lima, en donde sólo 9 de las 100 acciones más líquidas de la BVL fueron negociadas en más del 95% de días. La frecuencia de negociación de las acciones ha mostrado una tendencia decreciente entre 2009 y 2015 asociada, en parte, al impuesto a las ganancias de capital (que entró en vigencia a partir de 2010) y a la coyuntura desfavorable de la bolsa local (asociada a la caída de los precios de los *commodities* a nivel global por la desaceleración de la economía china, el principal demandante de estos bienes), lo que desincentiva el ingreso de nuevos inversionistas al mercado.

La reducida liquidez en el mercado bursátil peruano llevó a que Morgan Stanley Capital International (MSCI) lleve a consulta, hasta fines de setiembre de 2015, con los principales participantes del mercado si el Perú debía reclasificarse de mercado emergente a mercado fronterizo, para la elaboración de sus índices. De acuerdo a la consulta, MSCI decidió mantener al mercado bursátil peruano como emergente, pero lo agregó a la lista de mercados en revisión para junio de 2016.

El sub-factor de liquidez del mercado de deuda soberana también alcanza un valor de 1, como reflejo del bajo grado de rotación de la deuda soberana peruana (menos de 1,0 vez versus 11,4 veces de la deuda soberana de Estados Unidos).

Si bien el monto negociado de bonos soberanos registró una tendencia creciente en la última década, asociada al ingreso de los inversionistas no residentes como participantes en dicho mercado, dicha tendencia se ha revertido en lo que va de 2015 por la menor demanda de esos inversionistas. La baja rotación de los bonos soberanos está también influenciada por la conducta de "*buy and hold*" de los inversionistas institucionales.





Entre enero y setiembre de 2015, el volumen negociado de bonos soberanos en el mercado secundario disminuyó en 27,8% respecto al mismo periodo del año anterior. Además, en agosto de 2015, el monto negociado de estos títulos alcanzó S/ 1 045 millones, el menor monto mensual registrado en los últimos 7 años. Ello conllevó una reducción del indicador de rotación de bonos soberanos, de 1,03 veces en 2014 a 0,78 veces en el período enero – setiembre 2015.

Cuadro 3.4
MONTO NEGOCIADO DE BONOS SOBERANOS

Año	Monto anual negociado de bonos soberanos (Millones de S/) 1/	Var. %
2004	7 104	53,0
2005	9 636	35,6
2006	10 767	11,7
2007	19 802	83,9
2008	20 288	2,5
2009	33 449	64,9
2010	35 187	5,2
2011	27 739	-21,2
2012	33 825	21,9
2013	34 363	1,6
2014	44 536	29,6
2015 (ene.-set. 2015)	24 377	-27,8

1/ No considera operaciones realizadas entre entidades del mismo grupo económico ni aquellas que impliquen algún tipo de operación de reporte.
Fuente: MEF.

Los inversionistas no residentes han reducido sus tenencias de bonos soberanos en lo que va del año ante la expectativa de futuras alzas en la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ello ocurre en un contexto en que los mercados emergentes a nivel global están afrontando salidas de capitales para su eventual ingreso a los mercados financieros de las economías desarrolladas. Es importante notar que los inversionistas institucionales locales han absorbido, junto con la banca, la oferta de bonos soberanos derivada del retiro de los inversionistas no residentes; razón por la cual, además, se ha observado un incremento en las tasas de rendimiento de los bonos soberanos⁴⁷.

60. El Ministerio de Economía y Finanzas ha establecido medidas para incrementar la liquidez de los mercados de deuda soberana y de

47 La tendencia predominantemente vendedora en el mercado de bonos soberanos generó presiones a la baja en el precio de estos instrumentos, con el consiguiente aumento en las tasas de rendimiento de estos bonos.

acciones. Por ejemplo, se aprobó la Ley que fomenta la Liquidez e Integración del Mercado de Valores, la cual exonera temporalmente (por tres años) el pago del impuesto a la renta correspondiente a las ganancias de capital producto de la venta de acciones⁴⁸ y facilita el desarrollo de los Formadores de Mercado⁴⁹.

Sin embargo, sería conveniente que se desarrollen medidas adicionales que impulsen la negociabilidad de los títulos de deuda soberana, tales como incrementar el número de partícipes en este mercado mediante una mayor promoción de los programas ya existentes⁵⁰; promover la emisión de bonos a plazos más acordes a las necesidades de financiamiento de las empresas corporativas (entre 3 y 10 años), de tal forma que puedan ser usados como referencia para futuras emisiones de deuda de dichas empresas; y, fortalecer el programa de creadores de mercado para que estos agentes sean más activos (por ejemplo, incrementando los requerimientos mínimos de compras que deben realizar).

Además, en el mercado de acciones, se podría identificar qué empresas se encuentran cerca de ser catalogadas como de “mercado emergente” para que sean potenciadas mediante la contratación de *market makers*. Finalmente, es importante que se impulse el desarrollo del mercado de repos interbancarios, lo que ayudará a darle mayor liquidez a los bonos soberanos.

61. **La consolidación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) puede contribuir a elevar la liquidez del mercado de valores local.** No obstante, esta iniciativa de integración de los mercados bursátiles llevada a cabo por cuatro países de la región aún enfrenta retos para su desarrollo (ver Recuadro 3).

48 Si bien la exoneración es temporal, sería conveniente que se evalúe el carácter permanente de esta medida; más aún, cuando este impuesto no se aplica en los países de la Alianza del Pacífico.

49 El Formador de Mercado es una sociedad que promueve la liquidez de valores inscritos en la Bolsa de Valores de Lima (similar a los creadores de mercado de bonos soberanos). La Ley que fomenta la Liquidez e Integración del Mercado de Valores establece que los pagos a cuenta a realizarse por los Formadores de Mercado, por la parte correspondiente a operaciones de enajenación de acciones, tomará como base de cálculo la diferencia entre el valor de transacción y su costo computable (anteriormente, debía pagar el equivalente a 1,5% del valor de la transacción, al margen que dicha transacción representara una ganancia o una pérdida).

50 Por ejemplo, actualmente existen subastas semanales de Bonos del Tesoro Público que están especialmente diseñadas para inversionistas minoristas. Además, también se realizan subastas semanales de Letras del Tesoro Público, emitidas a plazos entre 3 y 12 meses.





Recuadro 3 RETOS PARA LA CONSOLIDACIÓN DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

En los últimos 15 años, los mercados bursátiles en Europa y Estados Unidos han pasado por un importante proceso de integración. Desde la consolidación de las bolsas de valores de París, Amsterdam y Bruselas en Euronext y, luego, la de esta última con la bolsa de Nueva York (NYSE) en lo que hoy se denomina el NYSE Euronext, se ha marcado una clara tendencia de integración transfronteriza de los mercados bursátiles.

En ese contexto, en mayo de 2011 se firmó el acuerdo con el que entró en operación el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), conformado inicialmente por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Posteriormente, en 2014, se integró al MILA la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Con ello, se creó la bolsa de valores más grande de América Latina, superando por capitalización bursátil a la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)⁵¹.



Fuente: Presentación de Juan Pablo Córdova "Introduction to MILA". BVC.

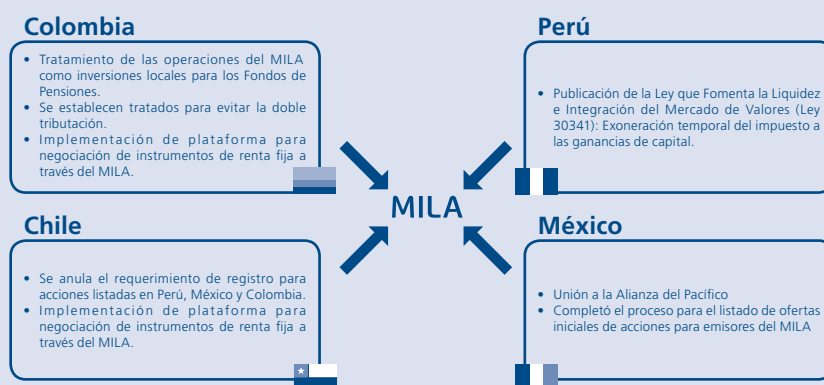
El proceso de integración entre las bolsas que forman parte del MILA consta de dos etapas:

- En la primera etapa, que se viene desarrollando hasta la fecha, sólo se realizan operaciones al contado con valores de renta variable y la liquidación de los valores de las operaciones se realizan en cuentas globales (ómnibus) que las centrales de depósito extranjeras (CAVALI y sus similares) mantienen en la central de depósito local.
- En una segunda etapa, que se iniciará una vez se concluya con la primera, se implementará una plataforma única, en la que todas las bolsas mostrarán un solo listado de valores y se centralizarán las propuestas de compra y venta. En esta etapa, será necesario que los valores y los intermediarios sean reconocidos en todos los mercados (autorización e inscripción).⁵²

En los últimos dos años, los países en los que se encuentran las bolsas que integran el MILA han coordinado acciones para su desarrollo. Como se puede observar en el siguiente diagrama, cada país viene adoptando medidas concretas, tales como cambios legislativos y regulatorios, que han contribuido al proceso de homogeneización del MILA.

51 Al 27 de octubre de 2015, la capitalización bursátil del MILA es de US\$ 753 mil millones, mientras que Bovespa registra una capitalización de US\$ 511 mil millones.

52 Se espera que en esta etapa la negociación se extienda, además de acciones, a otros instrumentos de renta fija, tales como bonos soberanos y bonos corporativos.



La integración de las bolsas en el MILA busca generar una serie de beneficios y oportunidades para los inversionistas, emisores e intermediarios. Entre ellos, destacan la reducción de costos transaccionales y el incremento de la liquidez, que son factores críticos para incentivar la emisión de valores y para incrementar la eficiencia con la que se moviliza el ahorro.⁵³

No obstante ello, en la práctica, existen varias dificultades que se han presentado en el proceso de integración del MILA. Un primer reto es la eficiencia operacional de la bolsa integrada, donde los principales problemas observados están asociados a los costos de transacción y las comisiones de los intermediarios.

Por un lado, los costos de transacción no fueron unificados en relación con los precios que cobran las bolsas de valores y las empresas depositarias, lo que genera diferentes costos de entrada, tanto para emisores como para inversionistas, dependiendo de la plaza que utilicen para ingresar al MILA. Por otro lado, no fue posible unificar las comisiones de los intermediarios por tratarse de empresas privadas e independientes aunque se espera que, en el futuro, el proceso de integración promueva una mayor competencia entre los intermediarios autorizados en los cuatro países, lo que llevaría a una mayor uniformización de las comisiones.

Otro reto que afronta el MILA es la falta de homogenización de los sistemas contables⁵⁴, asociada a los diferentes principios y prácticas contables usados en cada país. Por ejemplo, la información financiera presentada por las empresas colombianas a la BVC aún no se ajusta a las normas internacionales de contabilidad (NIC), a diferencia de los otros países del MILA.

También destacan las diferencias tributarias en los países donde operan las bolsas que integran el MILA. Por ejemplo, hasta hace pocos meses en que se exoneró temporalmente el impuesto a las ganancias de capital, en el Perú se pagaba 5% por este concepto, mientras que en los otros países dicho concepto no se encuentra gravado. En el caso de los impuestos sobre la distribución de utilidades, éstos varían ampliamente de país en país, generando incentivos para invertir a largo plazo en las acciones listadas en bolsas situadas en países con menor carga tributaria.

53 De acuerdo a una reciente presentación de Miguel Ángel Zapatero, funcionario de la BVL, acerca del MILA, a diciembre de 2014 se registraron 37 intermediarios activos en el MILA y se han creado 6 fondos mutuos con el propósito específico de invertir en el MILA.

54 Revista de Relaciones Internacionales, Estrategia y Seguridad. Universidad Militar Nueva Granada. Ene/Jun 2013.





Una dificultad importante que deben afrontar los inversionistas a la hora de tomar decisiones de inversión en el MILA es el costo de las operaciones de tipo de cambio así como el riesgo cambiario asociado. La falta de mercados de cambio líquidos entre las monedas de la región origina que, en la práctica, los inversionistas tengan que cambiar su moneda local por la moneda del país donde desean invertir, pasando primero por el dólar americano.

El proceso de pasar por dos diferentes monedas para realizar la operación cambiaria incrementa significativamente los costos de transacción, al tener que realizar dos operaciones cambiarias (con sus respectivos *spreads*) para obtener la moneda deseada. Este costo dificulta y desincentiva las operaciones de compra – venta de corto plazo, lo que a su vez limita la capacidad de que el proceso de integración bursátil incremente el nivel de liquidez de manera sinérgica. Asimismo, el mayor costo de transacción se transmite a los costos de cobertura, lo que finalmente podría llevar a que los inversionistas tengan que tomar un mayor riesgo cambiario en las inversiones que quieran realizar en acciones listadas en otra plaza.

El desarrollo del MILA dependerá, en gran medida, de un elevado nivel de coordinación entre las entidades que regulan a las cuatro bolsas de valores para impulsar el proceso de homogeneización de costos e información. Por otro lado, se debe buscar mecanismos que permitan reducir los costos asociados a las operaciones cambiarias en el marco del MILA, como la implementación del mercado de divisas.

Inversionistas institucionales

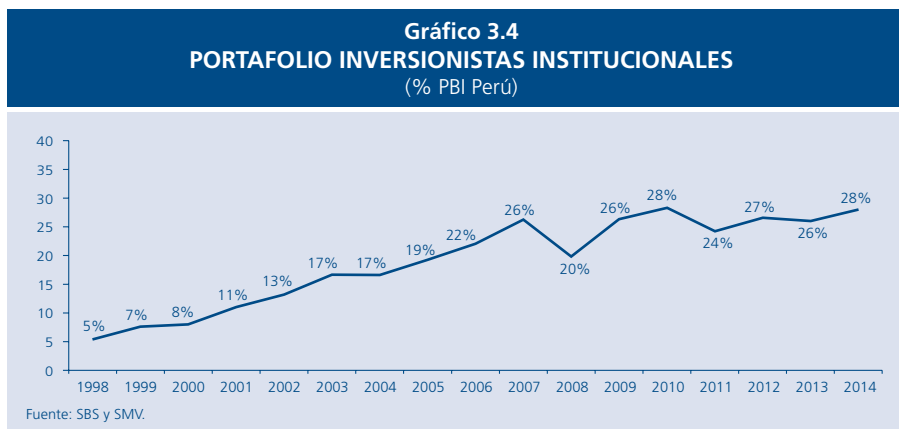
62. **La presencia de los inversionistas institucionales en el Perú es relativamente reciente, por lo que no es de extrañar que su grado de desarrollo sea aún bajo.** Cabe indicar que la calificación de este factor se mantiene estable desde el año 2009.

El indicador asociado al tamaño del portafolio de los inversionistas institucionales locales refleja el menor desarrollo de estos inversionistas en el Perú con respecto al que alcanzan en los Estados Unidos (28% del PBI versus 232%). Es interesante notar que el tamaño de los inversionistas institucionales domésticos (como porcentaje del PBI) corresponde al observado en el mercado americano de los años 70s.

**Cuadro 3.5
DESARROLLO DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES**

Subfactores	2009	2012	2014	2015
Tamaño del portafolio administrado (% PBI)	26%	27%	28%	28%
Proporción del portafolio invertido en activos líquidos (%)	10%	11%	15%	19%
Factor Inversionistas Institucionales	2	2	2	2

Fuente: BCRP.



Se debe tener presente que el tamaño del portafolio de inversiones de los inversionistas institucionales locales, en términos del PBI, se ha incrementado en 5 veces en los últimos 20 años. Los inversionistas institucionales aparecieron en la década de los 90s, con el surgimiento del Sistema Privado de Pensiones y el desarrollo de la industria de fondos mutuos. En los años previos, las empresas se financiaban básicamente con recursos propios y con las líneas de crédito de sus propios proveedores; además del crédito bancario y del crédito ofrecido por las entidades de fomento si tenían acceso a dichas fuentes de financiamiento.

Para afianzar el desarrollo de los inversionistas institucionales, se requiere que se incremente el número de emisores en el mercado de capitales peruano y que se fortalezca el nivel de institucionalidad existente en el país.

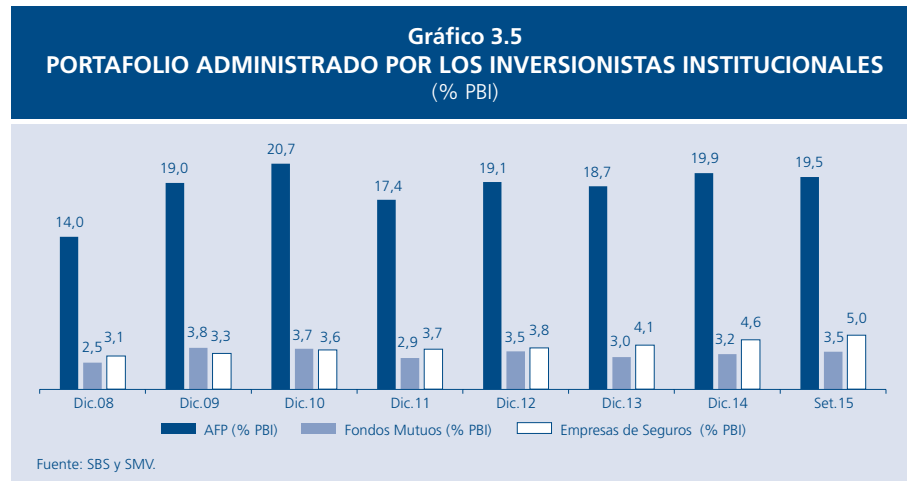
63. **A setiembre de 2015, el portafolio administrado por los inversionistas institucionales ascendió a S/ 165 909 millones, 8% más que en setiembre de 2014.** De este total, los recursos administrados por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) representan el 70%; por las empresas de seguros, el 18%; y, por los fondos mutuos, el 12%.

Cuadro 3.6
PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES
(Millones de S/)

	Dic.13	Set.14	Set.15	Estructura	
				Set.14	Set.15
AFP	102 077	110 947	115 811	72%	70%
Fondos Mutuos	16 181	17 749	20 490	12%	12%
Empresas de Seguros	22 282	25 428	29 608	16%	18%
Total	140 540	154 125	165 909	100%	100%

Fuente: SBS.





64. La cartera administrada por las AFP alcanzó los S/ 115 811 millones (incremento de 4% respecto a setiembre de 2014, y reducción de 2% respecto de marzo de 2015).

Cuadro 3.7
COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO
(Millones de S/)

	Dic.13	Set.14	Set.15	Estructura	
				Set.14	Set.15
Inversiones domésticas	66 158	67 554	71 008	61%	61%
Bonos del gobierno	11 555	16 385	20 689	15%	18%
Certificados de Depósito del BCRP	2 191	803	0	1%	0%
Depósitos en el sistema financiero	13 151	11 404	12 156	10%	10%
Renta fija sector privado	12 830	14 078	16 239	13%	14%
Títulos de renta variable	16 899	14 516	9 146	13%	8%
Sociedades Titulizadoras	5 528	5 696	6 762	5%	6%
Fondos mutuos y de inversión	4 308	4 972	5 744	4%	5%
Operaciones en tránsito	-304	-300	273	0%	0%
Inversiones en el exterior	35 920	43 394	44 803	39%	39%
Total	102 078	110 947	115 811	100%	100%

Fuente: SBS.

La composición de la cartera muestra una mayor tenencia de bonos del gobierno y de instrumentos de renta fija del sector privado, que fueron compensados, parcialmente, por una reducción en la tenencia de títulos de renta variable y en certificados de depósito del BCRP. Las inversiones de las AFP en renta variable local se concentran principalmente en los sectores financiero, minero, eléctrico y de alimentos y bebidas.

A setiembre de 2015, las inversiones en el exterior de las AFP representan el 39% del valor del portafolio administrado (similar al de setiembre de 2014 pero inferior al

41% alcanzado en marzo de 2015), porcentaje inferior al límite operativo vigente⁵⁵. Estas inversiones están destinadas a cuotas de participación en fondos mutuos (S/ 40 264 millones); bonos emitidos por empresas financieras y no financieras (S/ 2 167 millones); títulos de renta variable (S/ 669 millones); certificados y depósitos a plazo de empresas financieras (S/ 718 millones); y, títulos de deuda de gobiernos (S/ 871 millones). La rentabilidad de los tres tipos de fondos administrados por las AFP se ha reducido en el último año e, incluso, el Fondo 3 ha registrado pérdidas.

Cuadro 3.8
RENTABILIDAD NOMINAL ANUALIZADA DE LOS FONDOS DE PENSIONES*

	1 año	3 años	5 años	8 años
Fondo 1	2,71	4,03	5,36	5,06
Fondo 2	1,01	3,57	4,19	4,36
Fondo 3	-4,16	1,42	2,03	1,87

* Calculada a setiembre de 2015.
Fuente: SBS.

Sin embargo, esta evolución se observa no solo en nuestra economía sino también a nivel global, producto de la caída registrada en los últimos meses en los mercados financieros internacionales. En lo que va del año, el índice Dow Jones ha registrado pérdidas de 10%, mientras que las principales bolsas latinoamericanas han registrado fuertes pérdidas⁵⁶. Se espera que estos resultados negativos se reviertan en tanto los factores externos (como la expectativa de elevación de las tasas de interés de Estados Unidos) permitan que la coyuntura mundial mejore.

65. **En setiembre de 2015, el portafolio de inversión de los fondos mutuos alcanzó un total de S/ 20 490 millones, 15,4% más que en setiembre de 2014, crecimiento explicado principalmente por las mayores inversiones en activos líquidos.** Cabe notar que los fondos mutuos destinan más del 80% de su portafolio a estos activos líquidos (depósitos en el sistema financiero). El incremento del portafolio de inversión de los fondos mutuos se dio en un contexto en que el número de partícipes se incrementó en 10% en los últimos doce meses, alcanzando un máximo histórico de 380 mil partícipes.

55 El límite operativo actual de inversiones en el exterior de las AFP es de 42%.

56 Adicionalmente, nuestra bolsa tuvo una pérdida relevante en el mes de agosto, cuando Morgan Stanley Capital International (MSCI), anunció una posible reclasificación de Perú como mercado fronterizo. Luego de un proceso de consulta, que concluyó a fines de setiembre, MSCI decidió mantener a Perú como mercado emergente pero incluyéndolo en su lista de revisión para una posible reclasificación como mercado frontera, en junio de 2016.





Cuadro 3.9
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS
(Millones de S/)

Composición de las inversiones	Dic.13	Set.14	Set.15	Estructura	
				Set.14	Set.15
Depósitos	11 152	13 470	16 759	76%	82%
Renta fija	4 252	3 422	3 010	19%	15%
Renta variable	777	857	721	5%	4%
Total	16 181	17 749	20 490	100%	100%
Número de partícipes (en miles)	316	343	380		

Fuente: SMV - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

En el último año, los fondos mutuos de renta fija (que representan más del 90% del patrimonio total administrado por estos inversionistas institucionales) registraron rendimientos ligeramente positivos, principalmente los de moneda nacional. Los fondos mutuos de renta variable y de renta mixta, en cambio, mostraron un desempeño negativo.

Cuadro 3.10
RENTABILIDAD NOMINAL DE LOS FONDOS MUTUOS*
(Set.15/ Set.14)

Renta Mixta	%
Renta Mixta Soles	-16,8
Renta Mixta Dólares	-17,3
Renta Mixta Internacional	-6,8
Renta Variable	%
Renta Variable Soles	-33,1
Renta Variable Dólares	-38,6
Renta Fija	%
Renta Soles	3,1
Renta Dólares	0,2

* Promedio.
Fuente: SMV.

66. **El portafolio de inversión de las empresas de seguros continúa su tendencia creciente y ascendió a S/ 29 608 millones en setiembre de 2015 (aumento de S/ 4 180 millones respecto a setiembre de 2014).** Este incremento se explica fundamentalmente por el aumento de las inversiones de más largo plazo. El patrimonio administrado por las empresas de seguros se destina principalmente a inversiones financieras a plazos mayores de 1 año.

Ello ocurre en un contexto de crecimiento sostenido de los activos administrados por las empresas de seguros, asociado al proceso de jubilación de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones que optan por la modalidad de renta vitalicia.

Cuadro 3.11
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS DE SEGUROS
(Millones de S/)

Composición de las inversiones	Dic.13	Set.14	Set.15	Estructura	
				Set.14	Set.15
Caja y bancos	1 245	1 379	1 045	5%	4%
Inversiones financieras < 1 año	1 296	1 602	1 853	6%	6%
Inversiones financieras > 1 año	18 795	21 430	25 417	84%	86%
Inversiones en inmuebles	945	1 017	1 293	4%	4%
Total patrimonio administrado	22 282	25 428	29 608	100%	100%

Fuente: SBS - Boletín Estadístico de las Empresas de Seguros - Estados Financieros, Balance General.

Cuadro 3.12
RANKING DE PRIMAS DE SEGUROS NETAS POR RAMOS
(Millones de S/)

	2010	2012	2014	Set.2015
Rentas Vitalicias 1/	1 196	1 351	1 943	1 670
Seguros de Vida en Grupo (Desgravamen)	708	1 044	1 475	1 225
Primas de invalidez y sobrevivencia	422	705	794	656
Seguros de Vida individuales	381	462	588	527
Ramos de Seguros Generales, Accidentes y enfermedades y otros	3 845	4 344	5 354	4 683
Total	6 552	7 906	10 154	8 761

1/ Corresponde al pago de una prima única por parte de la AFP para el otorgamiento de rentas vitalicias de jubilación, de invalidez y/o de sobrevivencia. Dicha prima está compuesta, fundamentalmente, por el fondo acumulado en la Cuenta Individual de Capitalización del afiliado y, de ser necesario, el aporte adicional efectuado por la empresa aseguradora, de acuerdo a lo establecido en el contrato de administración de riesgos por invalidez o sobrevivencia.
Fuente: SBS.

67. **La alta proporción del portafolio invertida en activos líquidos que vienen manteniendo los inversionistas institucionales en los últimos años refleja la carencia de instrumentos para invertir y la posición conservadora asumida por estos inversionistas.**⁵⁷ En el período 2009-2015, estos inversionistas han mantenido, en promedio, alrededor del 14% de su portafolio en depósitos en el sistema financiero (llegando a 19% en setiembre de 2015) versus un nivel entre 2% – 5% observado en el mercado de Estados Unidos para el período de 1980 a la actualidad.

A setiembre de 2015, los fondos mutuos (82% de su portafolio de inversión) y las AFP (11% de la cartera administrada) destinan una parte importante de sus portafolios a inversiones en activos líquidos (depósitos en entidades del sistema financiero local e internacional).⁵⁸ En cambio, las empresas de seguros han mantenido una

- 57 Una posición temporal en activos líquidos sería consistente con una estrategia táctica del inversionista para aprovechar las oportunidades que se derivan de la volatilidad en los mercados, a la espera de tomar posición en otros activos de mayor riesgo. Sin embargo, un nivel alto de este indicador por períodos muy largos nos indicaría las dificultades de los inversionistas institucionales de encontrar instrumentos de deuda adecuados para sus portafolios, de acuerdo a sus perfiles de riesgo, por lo que su grado de desarrollo en el mercado sería menor.
- 58 Entre el año 2010 y el primer semestre de 2013, se observó que, en ausencia de turbulencia en los mercados internacionales, la liquidez del portafolio de las AFP (depósitos a plazo y en cuenta corriente) representaba aproximadamente entre 5% y 6% del total de la cartera administrada. Para el caso de los fondos mutuos, en similar período, los depósitos en el sistema financiero representaban aproximadamente entre 50% y 60% del total de su portafolio.





participación de los recursos líquidos (caja y bancos) relativamente baja y estable (4% del portafolio).

Estos activos no son un vehículo óptimo de inversión para los fondos de pensiones ni para los fondos mutuos debido a que no calzan con el tipo, el plazo⁵⁹ ni la rentabilidad que deben tener los activos en los cuales deben invertir. Esta excesiva liquidez de bajo rendimiento⁶⁰, que se viene observando en los últimos años, sigue reflejando una ausencia de mejores alternativas de inversión en el mercado doméstico y constituye un indicador de que los inversionistas institucionales no encuentran en el mercado instrumentos de deuda suficientes; además, es un indicador que muestra que las AFP y los fondos mutuos están tomando una posición más conservadora.

Institucionalidad

68. **El grado de institucionalidad en el Perú es relativamente bajo para el año 2015, mostrando una ligera caída con respecto al valor obtenido en años anteriores.**

La institucionalidad es un factor determinante para el desarrollo del mercado de capitales, en virtud de su importancia para ofrecer seguridad a los inversionistas. Los principales aspectos considerados para estimar la calidad de la institucionalidad en el Perú son los indicadores publicados por el *World Economic Forum* (que forman parte de su índice de competitividad global) referidos a la percepción sobre la eficiencia del sector corporativo; la eficiencia del sector público; el nivel de criminalidad y corrupción; y, el marco legal y la capacidad de hacerlo cumplir de manera eficiente (ver Recuadro 2).

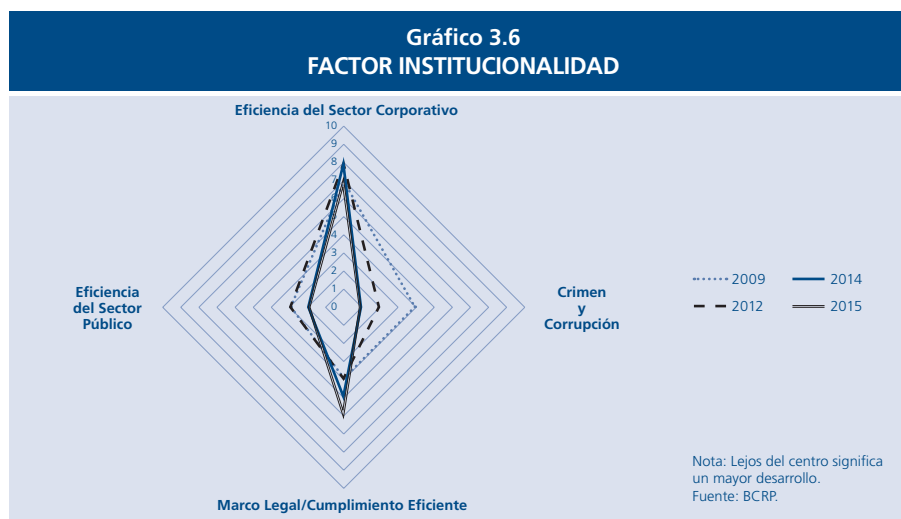
El valor obtenido para este factor se obtiene al comparar la posición relativa del Perú en el Reporte de Competitividad Global elaborado por el *World Economic Forum* (ver Recuadro 2). Los resultados están asociados principalmente a los bajos puntajes obtenidos en el sub-factor Eficiencia del Sector Público y en el de Crimen y Corrupción, los mismos que están estrechamente ligados entre sí. Por un lado, la poca eficiencia del sector público se refleja en la caída de los indicadores de independencia jurídica, diversidad de fondos públicos, despilfarro del gasto público y transparencia en la toma de decisiones del gobierno⁶¹. Por otro lado, el empeoramiento del sub-factor de criminalidad y corrupción está asociado a un

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

60 El rendimiento de los depósitos a plazo para las personas jurídicas es apenas superior a la tasa de inflación.

61 La poca eficiencia del sector público podría verse reflejada en trabas burocráticas para el desarrollo de nuevos proyectos (por ejemplo, a través de asociaciones público-privadas) y/o en la realización de los ya existentes, así como en la falta de capacidad técnica de los gobiernos locales para plantear proyectos económicamente viables y que podrían llevar a un mayor control y evaluación de los proyectos por parte del Gobierno Central y del SNIP.

deterioro en los indicadores de pagos irregulares y sobornos, costos económicos del crimen y la violencia, así como de crimen organizado.



La principal fortaleza de la institucionalidad en el Perú es la eficiencia del sector corporativo. De acuerdo al *World Economic Forum*, dicho resultado se explica por la solidez de los estándares en los procesos de auditoría y reporte de las empresas más grandes así como por la eficacia de sus juntas de directorio. Estos resultados generan un importante estándar a seguir por las empresas pequeñas y medianas, las que en muchas ocasiones debido a su informalidad, débil gobierno corporativo y poca transparencia, tienen problemas de eficiencia que se reflejan en su dificultad para acceder a financiamiento en el mercado de capitales. Tal disparidad de resultados también se ha reflejado en la dificultad que algunas empresas grandes y medianas tienen para emitir instrumentos e ingresar al mercado como nuevos emisores.

Por otro lado, el sub-factor referido al marco legal y cumplimiento eficiente también ha mejorado en los últimos años, asociado al incremento del indicador que mide la regulación del mercado de capitales. Sin embargo, tal como se mencionó en el REF de mayo de 2015, la eficiencia del marco legal en la solución de controversias (por ejemplo, en el rubro de cumplimiento de contratos y de la resolución de conflictos contractuales) aún es una debilidad relevante y no ha presentado mayores avances en la última década.

Sofisticación del mercado

69. **El mercado de capitales peruano muestra un nivel medio de sofisticación, que se refleja en el valor que alcanza este factor.** Los mercados menos desarrollados son los de renta variable y de instrumentos financieros derivados. El nivel de sofisticación es importante para atraer a los inversionistas, en virtud de que permite contar con una mayor gama de opciones de inversión y de transacciones en un mercado.





Cuadro 3.13
INDICADORES DEL FACTOR DE SOFISTICACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

Renta Variable - Puntaje: 4 de 9			
✓ Mercado Spot	ETFs	✓ <i>Day Trading</i>	
✓ Mercado Repo	OPIs	Compras Apalancadas	
Préstamo de Valores	Venta en Corto	✓ Creadores de Mercado	
Renta Fija - Puntaje: 11 de 19			
✓ Deuda Pública	ETFs	✓ Bonos no Corporativos	✓ Mercado de Dinero
✓ Deuda Privada	Bonos Convertibles	✓ Bonos de Alto Rendimiento	Bonos de Infraestructura
✓ Mercado <i>Spot</i>	Bonos Perpetuos	Bonos Basura	✓ Bonos Titulizados
✓ Mercado Repo	✓ Bonos de 30+ años	Índices sobre Bonos	✓ Creadores de Mercado
Préstamo de Valores	✓ Bonos de Tasa Variable	Bonos Cupón Cero	
Derivados - Puntaje: 4 de 15			
Opciones sobre Acciones	Futuros de Tasas	Futuros de Índices de Acciones	
✓ <i>Forward</i> de Tipo de Cambio	✓ <i>Swap</i> de Tasas	Opciones sobre <i>Commodities</i>	
✓ <i>Swap</i> Cambiario	CDS	Opciones sobre ETFs	
✓ Opciones de Tipo de Cambio	Opciones sobre CDS	Derivados Exóticos	
Futuros de Tipo de Cambio	<i>Commodities</i>	Mercado Centralizado de Derivados	
Fondos de Inversión - Puntaje: 6 de 11			
✓ Fondos de infraestructura	REITS*	Fondos de <i>Commodities</i>	
✓ Fondos de Capital Privado	✓ Fondos de Renta Fija	Fondos de Capital Angel	
Fondos de Capital Semilla	✓ Fondos de Acciones	✓ Fondos Internacionales	
✓ Fondos inmobiliarios	Fondos de Cobertura		
Puntaje Final: 5			

* *Real Estate Investment Trusts* (REIT) son sociedades que invierten en activos inmobiliarios y cuyos ingresos proceden fundamentalmente de los alquileres de los mismos. Cotizan en bolsa y tienen que repartir dividendos todos los años.
Fuente: BCRP.

Fortaleza financiera de las empresas

70. **Las empresas corporativas presentan una adecuada fortaleza financiera.** Este factor se mide a través de cuatro sub-factores: i) tasas de crecimiento y rentabilidad; ii) ratios de solvencia y apalancamiento; iii) ratios de liquidez; e, iv) indicadores del ciclo de negocios (o ciclo de conversión de efectivo).

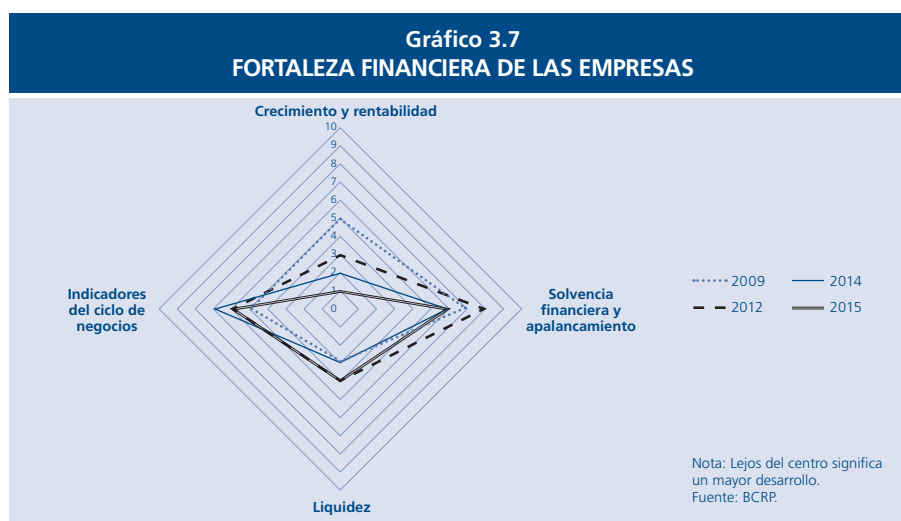
Para la construcción de los indicadores y su correspondiente calificación⁶², se ha utilizado observaciones de frecuencia anual de los estados financieros, para el período 1992-2015⁶³, correspondientes a las empresas que están obligadas a reportar su información financiera a la SMV.

71. **Entre el año 2009 y el primer semestre de 2015, los sub-factores de liquidez y de ciclo de negocios de las empresas se han mantenido relativamente estables. El sub-factor de crecimiento y rentabilidad (y, en menor medida, el de solvencia y apalancamiento) registró el mayor deterioro.**

62 La calificación de cada sub-factor se asigna evaluando en qué decil de la distribución de datos históricos se ubica el valor de cada indicador financiero utilizado.

63 La ventaja de contar con una base de datos extensa en el tiempo es que se recogen indicadores financieros correspondientes a diferentes ciclos de expansión (1993-1997, 2002-2007) y de contracción económica (1998-2001, 2008-2009 y el actual ciclo iniciado en 2010).

Así, los niveles actuales de los indicadores de liquidez de las empresas son suficientes (por ejemplo, el ratio de prueba ácida de las empresas a junio de 2015 es superior a 0,9 veces).



**Cuadro 3.14
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS CORPORATIVAS**

	Crecimiento y rentabilidad			Solvencia financiera y apalancamiento			Liquidez	Indicadores de ciclo de negocio			
	Crecimiento % ventas	Margen operativo	ROE	Pasivos / patrimonio neto	Deuda / utilidad operativa	Utilidad operativa / gastos financieros	Liquidez ácida	Inventarios	Cuentas por cobrar	Pago a proveedores	Ciclo operativo
2009	-7%	23%	19%	0,71	2,9	5,3	0,90	81	40	67	54
2012	0%	18%	14%	0,67	3,5	9,8	0,91	76	33	68	41
2014	1%	15%	9%	0,72	5,1	7,0	0,86	69	28	70	27
I Sem 2015	-6%	16%	5%	0,76	5,3	5,5	0,91	75	40	68	47

Fuente: Economática.

Los indicadores de ciclo de negocios se ubican con una calificación en el segmento medio-alto (valor entre 5 y 7 entre 2009 y 2015). Cabe notar que los plazos promedio de rotación de inventarios, cobro de cuentas comerciales y pago de proveedores están en niveles menores a los dos meses y medio.

Los ratios de solvencia financiera y apalancamiento se encuentran en niveles adecuados, aunque recientemente se observan menores niveles de flujos de caja y utilidades generados por las empresas, lo que disminuye su ratio de cobertura de intereses y de tamaño de los pasivos en relación a la utilidad operativa.

El sub-factor de crecimiento y rentabilidad muestra una evolución marcadamente desfavorable en los últimos 5 años. Los menores precios de los *commodities* y la desaceleración de la economía local han repercutido adversamente en las ventas y en los márgenes de las empresas, lo que a su vez las ha llevado a obtener menores retornos sobre el patrimonio (ROE) y el activo (ROA).



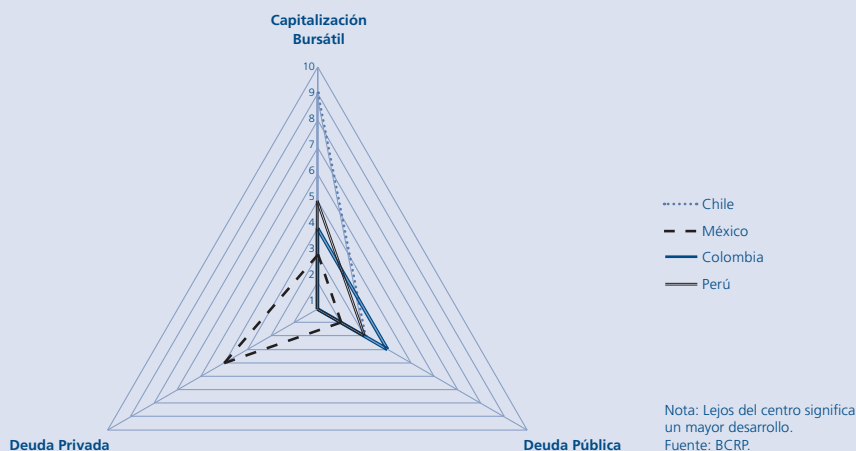


Recuadro 4 COMPARACIÓN DEL GRADO DE DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES ENTRE LOS PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO

Dentro de la Alianza del Pacífico (AP), el desarrollo del mercado de capitales del Perú está más cercano al mostrado por Colombia y México, tanto en los factores de Profundidad como de Institucionalidad⁶⁴. En cambio, Chile destaca con un mayor nivel de desarrollo relativo que sus pares en ambos factores, principalmente en el de institucionalidad.

En cuanto al factor Profundidad, con datos del año 2014, Chile obtiene una calificación promedio de 4 frente a una de 3 para Colombia, México y Perú. Sin embargo, a nivel de sub-factores, sí se observa un grado de desarrollo dispar entre estos países.

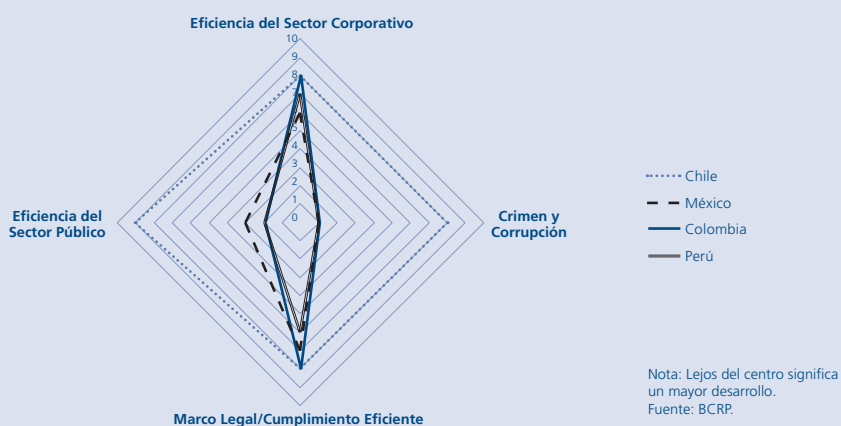
Por un lado, Chile destaca en el indicador de capitalización bursátil (96,2% del PBI) en relación a los otros países de la AP, mientras que México presenta el mayor desarrollo relativo en el indicador del mercado de deuda privada (25,9% del financiamiento de las empresas se realiza a través de emisiones de instrumentos de deuda). Por otro lado, Colombia destaca en los indicadores del mercado de deuda pública, aunque no existe una diferencia marcada entre los países de la AP.⁶⁵



64 La comparación entre los países de la AP se ve limitada por la disponibilidad de información en todos los factores que conforman el Indicador del Grado de Desarrollo del Mercado de Capitales. Por ello, sólo se comparan los factores de Profundidad (o Tamaño) y de Institucionalidad.

65 Colombia obtiene los niveles más altos en sus indicadores de deuda pública: el saldo de los instrumentos emitidos por el Tesoro Público alcanza el 68,1% de la deuda pública total (casi el doble de Perú) y el 25,7% de su PBI (más de tres veces el nivel de Perú). Sin embargo, en comparación al mercado de referencia (Estados Unidos), la diferencia entre los países de la AP no es relevante.

En cuanto al factor Institucionalidad, con información del Reporte de Competitividad Global del WEF para el período 2015-2016, Chile destaca nítidamente con el mayor grado de desarrollo institucional entre los países de la AP, principalmente en los sub-factores de eficiencia del sector público y de crimen y corrupción. Sin embargo, en los otros dos sub-factores (eficiencia del sector privado y marco legal / cumplimiento eficiente), no se aprecia diferencias significativas entre los países de la AP.





IV. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO

72. **Las presiones de depreciación sobre las monedas de la región continuaron debido al contexto externo adverso.** A la expectativa de subida de la tasa de política monetaria de la FED en 2015, se sumó la caída del precio de las acciones en China, la devaluación del yuan y la caída del precio de los *commodities*. En este contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario a fin de reducir la volatilidad cambiaria a través de operaciones en el mercado *spot*, emisión de Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP)⁶⁶ y emisión de *Swaps* Cambiarios BCRP (SC BCRP)⁶⁷. Dichas operaciones afectaron las cuentas corrientes en moneda nacional de la banca en el BCRP, presionando la tasa de interés interbancaria al alza. El BCRP alivió esta escasez de liquidez de corto plazo realizando operaciones de reporte de valores. Además, el BCRP inyectó liquidez de mediano y largo plazo a través de operaciones de reporte de monedas y subastas de depósitos públicos.

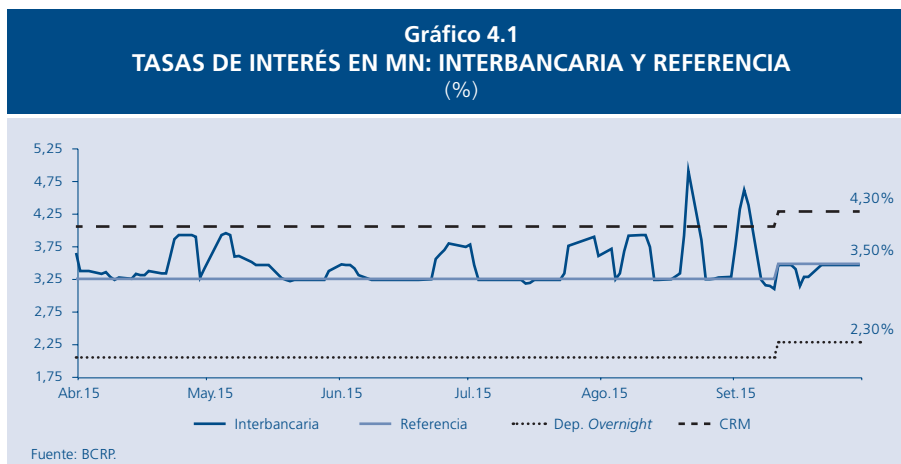
IV.1 Mercado de Dinero

73. **La mayor demanda por liquidez en moneda nacional originó que la tasa de interés interbancaria supere transitoriamente el nivel de la tasa de referencia en determinados periodos.** Entre abril y la primera semana de mayo, el mayor ritmo de dolarización de los depósitos y la venta de dólares del BCRP, ocasionó que la tasa de interés interbancaria exceda la tasa de política monetaria (o tasa de referencia) en 30 puntos básicos, en promedio. Durante este período, el BCRP realizó operaciones de inyección de liquidez y no renovó vencimientos de Certificados de Depósito del BCRP (CD BCRP) y CDR BCRP. Entre la segunda semana de mayo y la tercera semana de junio, la liquidez del sistema se recuperó luego de que el BCRP realizó operaciones de reporte de monedas de largo plazo y colocó depósitos del sector público.

A partir de la última semana de junio hasta la primera semana de setiembre, la liquidez se contrajo por el mayor ritmo de ventas de dólares del BCRP originando que la tasa de interés interbancaria exceda la tasa de política monetaria en 33 puntos básicos, en promedio. Por esto, el BCRP realizó operaciones de inyección de liquidez de manera sostenida en ese período.

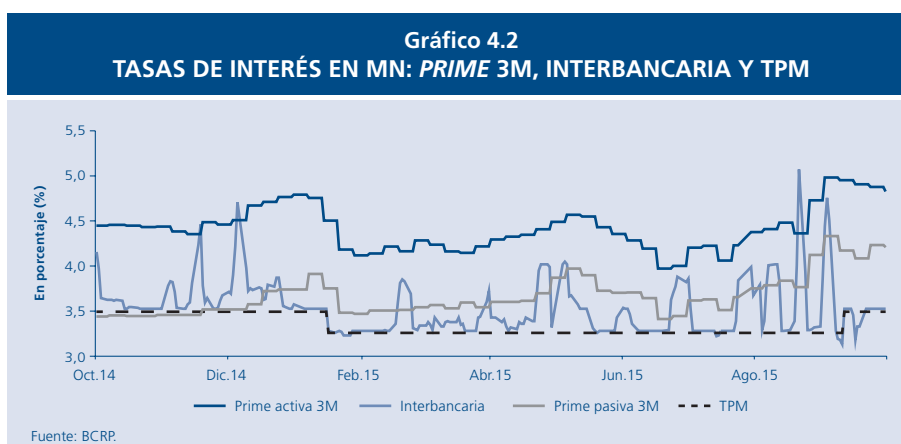
66 Los Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) son valores emitidos por el BCRP que están indexados al tipo de cambio.

67 Los *Swaps Cambiarios* BCRP (SC BCRP) de venta (compra) son derivados financieros en los que el BCRP paga (recibe) una tasa de interés fija en dólares más la variación del tipo de cambio y recibe (paga) una tasa de interés variable determinada por la capitalización del Índice Interbancario *Overnight*. Ambos montos se calculan sobre un monto nominal en moneda nacional y se liquidan por diferencias, sin que se realice intercambio de principales en la fecha de pacto o vencimiento.



El BCRP incrementó su tasa de política monetaria en 25 puntos básicos el 11 de setiembre, con la finalidad de anclar las expectativas de inflación y lograr la convergencia de la inflación al rango meta. Desde entonces, la tasa de interés interbancaria se ha mantenido en el nivel de la tasa de política monetaria.

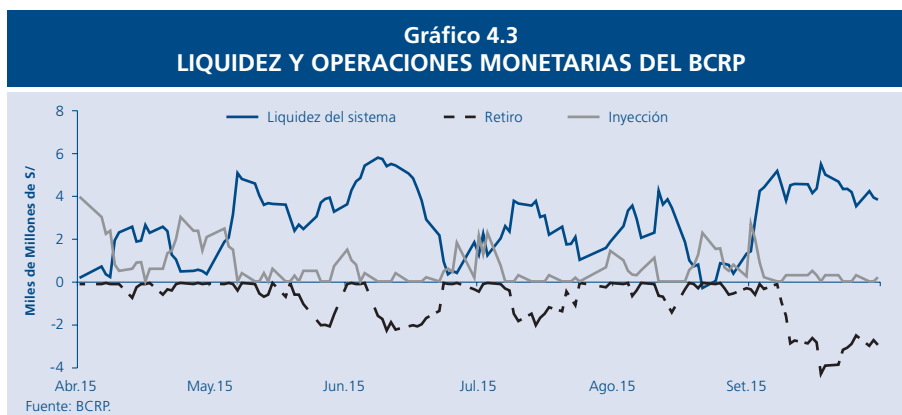
74. **El diferencial entre las tasas de interés *prime* activas y pasivas se redujo en 35 puntos básicos en 2015.** Se registró una mayor demanda por créditos en moneda local asociada al crecimiento de la economía, al proceso de desdolarización y a la bancarización. Dada una menor disponibilidad de depósitos en moneda local (asociada al proceso de dolarización de ahorros) y el mayor ritmo de venta de dólares por el BCRP, las tasas de interés *prime* pasivas de corto plazo se mantuvieron mayores a la tasa de política monetaria. Por su lado, la mayor competencia por los créditos en moneda local ha llevado a los bancos a contener el incremento de su tasa de interés preferencial activa con lo cual el *spread* entre la tasa *prime* activa y la tasa pasiva de corto plazo ha disminuido desde 100 puntos básicos (pbs) en diciembre de 2014 a 65 pbs en 2015.





75. **El BCRP realizó operaciones de reporte de valores y monedas para proveer liquidez en moneda nacional.** Para la liquidez de corto plazo, el BCRP realizó operaciones de reporte de valores por un monto promedio⁶⁸ de S/ 1 188 millones principalmente a los plazos *overnight* (90%) y una semana (5%).

Para proveer liquidez de mediano y largo plazo, el BCRP realizó operaciones de reporte de monedas por un monto promedio diario de S/ 372 millones principalmente a los plazos de 6 meses (16%), 24 meses (26%) y, 36 meses (43%). Así, el saldo de operaciones de reporte de monedas se incrementó en S/ 16 mil millones. Además, el BCRP realizó subastas de depósitos del sector público por un monto promedio diario de S/ 332 millones a los plazos de 6 meses (33%) y de 12 meses (67%).

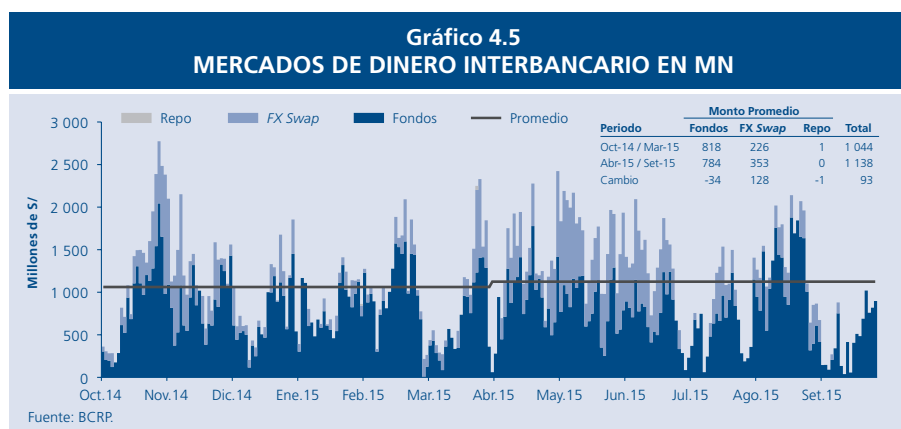


En agosto, las tasas pagadas por los bancos en las operaciones de reporte de valores al plazo *overnight* fueron hasta 306 puntos básicos por encima de la tasa de referencia (96 puntos básicos en promedio). En el semestre, el BCRP realizó operaciones de retiro e inyección de fondos en el 98% de los días útiles (mayor al 72% del semestre anterior).



68 Corresponde al promedio de los días en que se realizaron dichas operaciones.

76. **La negociación en el mercado de dinero interbancario subió por la mayor negociación de FX Swaps.** El monto promedio diario negociado de FX swaps aumentó (S/ 128 millones), mientras que el monto promedio diario negociado se redujo en los mercados de fondos interbancarios (S/ 34 millones) y operaciones de reporte con CD BCRP (S/ 1 millón) en el último semestre.



77. **Para regular la liquidez del sistema financiero, el BCRP emitió CD BCRP a plazos entre 1 mes y 18 meses por un total de S/ 10 777 millones.** Así, se colocaron S/ 400 millones de certificados a un mes, S/ 3 979 millones a tres meses, S/ 2 930 millones a seis meses, S/ 400 millones a nueve meses, S/ 1 622 millones a doce meses y S/ 1 447 millones a dieciocho meses. El BCRP incrementó el monto de las subastas de CD BCRP en junio y setiembre, cuando la banca registró mayores excedentes de liquidez. Las entidades financieras mostraron preferencia por los CD BCRP a un año y seis meses, con ratios promedio de colocación (*bid to cover*) de 3,8 y 3,5; respectivamente.
78. **El saldo de CD BCRP cayó en S/ 1 747 millones por la mayor demanda por liquidez de entidades bancarias.** La caída se explica principalmente por los vencimientos netos durante el mes de abril (S/ 2 889 millones), cuya finalidad fue satisfacer la demanda por liquidez del sistema.

Cuadro 4.1
MOVIMIENTO EN TENENCIAS DE CD BCRP
(Millones de S/)

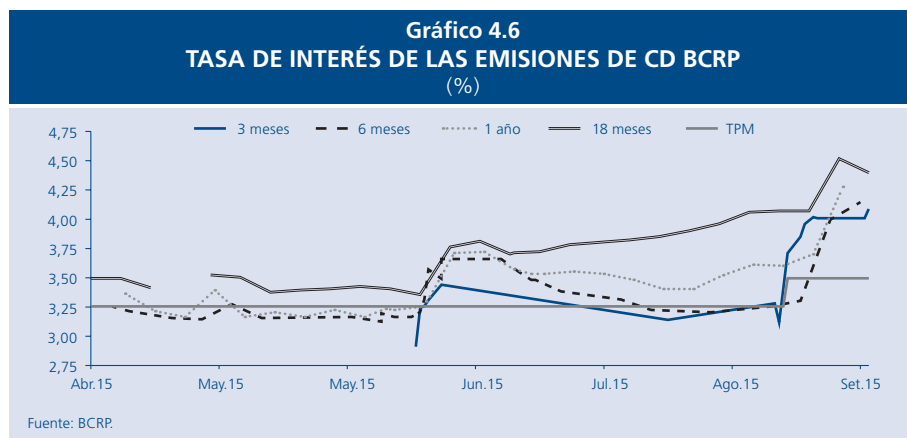
Grupo	Al 31 Mar.15	Cambios en tenencias				Cambio %	Al 30 Set.15
		Primario	Secundario	Vencimientos	Total		
Bancos	12 166	9 336	-2 983	-8 005	-1 652	-14%	10 514
Nación	4 427	-	2 713	-2 965	-252	-6%	4 175
Otros	1 028	1 117	0	-882	235	23%	1 263
AFP	50	-	0	-50	-50	-100%	-
Fondos Mutuos	157	-	-44	22	-22	-14%	135
Seguros	22	-	0	-13	-13	-61%	9
Financieras	244	119	394	-462	52	21%	296
CMAC	183	187	-40	-127	20	11%	203
CRAC	68	18	-40	-42	-64	-95%	3
Total	18 343	10 777	0	-12 524	-1 747	-10%	16 597

Fuente: BCRP.



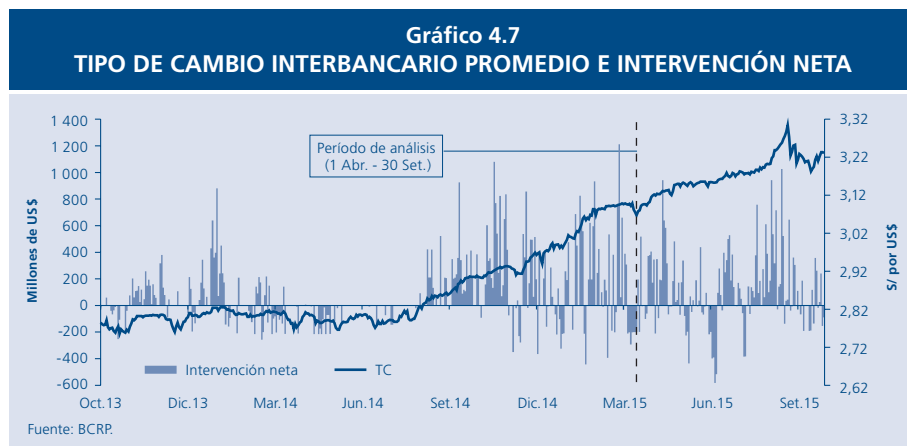


79. **Los rendimientos de los CD BCRP se ubicaron por encima de la tasa de política monetaria al final del semestre.** Los rendimientos de los CD BCRP se mantuvieron estables hasta la primera semana de junio. Sin embargo, los rendimientos registraron presiones al alza durante junio debido al mayor ritmo de emisiones realizadas por el BCRP para retirar el exceso de liquidez del sistema. Posteriormente, la curva de rendimientos de CD BCRP se empinó por las expectativas de alza en la tasa de política monetaria. Finalmente, la curva de rendimientos de CD BCRP se aplanó en setiembre luego de que el BCRP aumentó la tasa de política monetaria.



IV.2 Mercado Cambiario

80. **El Sol se depreció 4,39% entre abril y setiembre de 2015, por la demanda por dólares de empresas corporativas locales, AFP e inversionistas no residentes.** El tipo de cambio interbancario venta del 30 de setiembre de 2015 fue S/ 3,2330 por dólar, superior al S/ 3,0970 del 31 de marzo de 2015. El BCRP realizó ventas en el mercado *spot* interbancario por US\$ 4 153 millones, emisiones netas de CDR BCRP por US\$ 1 919 millones, ventas en el mercado *spot* producto de colocaciones de repos de sustitución por US\$ 1 043 millones y emisiones netas de SC BCRP por US\$ 1 053 millones.



81. **La intervención cambiaria del BCRP a través de la emisión de SC BCRP y de CDR BCRP no tiene impacto en el nivel de las reservas internacionales netas (RIN).** Esta característica se explica porque ambos instrumentos no representan un compromiso del BCRP de entregar dólares en el futuro. Si bien los SC BCRP y los CDR BCRP ofrecen un retorno que está sujeto a la evolución del tipo de cambio, este retorno se paga completamente en moneda local.

A setiembre de 2015 el saldo de las RIN alcanzó un monto de US\$ 61 439 millones, lo que representó un incremento de US\$ 116 millones con respecto a de marzo del 2015. El incremento se explicó por el aumento de los depósitos de intermediarios financieros por US\$ 4 044 millones y el aumento de los depósitos del sector público por US\$ 1 293 millones, que fue parcialmente compensado por las ventas netas en el mercado *spot* interbancario por US\$ 4 153 millones.



82. **Se registró una importante demanda por dólares de empresas corporativas en el mercado *spot*.**

Cuadro 4.2
USOS Y FUENTES DEL MERCADO CAMBIARIO 1/
(Millones de US\$)

Oferta Neta	Oct.14 a Mar.15			Abr.15 a Set.15		
	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total
1. AFP	-226	-1 604	-1 829	-2 003	453	-1 550
2. No Residentes	-1 817	-3 791	-5 607	221	-434	-213
3. Arbitraje	-15 612	15 612	0	-12 291	12 291	0
4. Banco de la Nación y financieras	-826	-22	-848	-734	0	-735
5. Otros	-2 852	500	-2 352	-6 787	696	-6 091
Total	-21 332	10 695	-10 637	-21 594	13 006	-8 589
a. Aumento Posic. Cambio Banca			-356			421
b. Intervención neta del BCRP			10 994			8 168
i. Compras/Ventas netas del BCR			5 022			4 153
ii. Variación de CDLD						
iii. Variación de Repo Sustitución			486			1 043
iv. Variación de CDR			-1 452			1 919
v. Variación de Swap Cambiario			6 938			1 053
TC promedio de compras			0,0000			
TC promedio de ventas			3,0203			3,1874
TC cierre de mercado			3,0970			3,2350

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



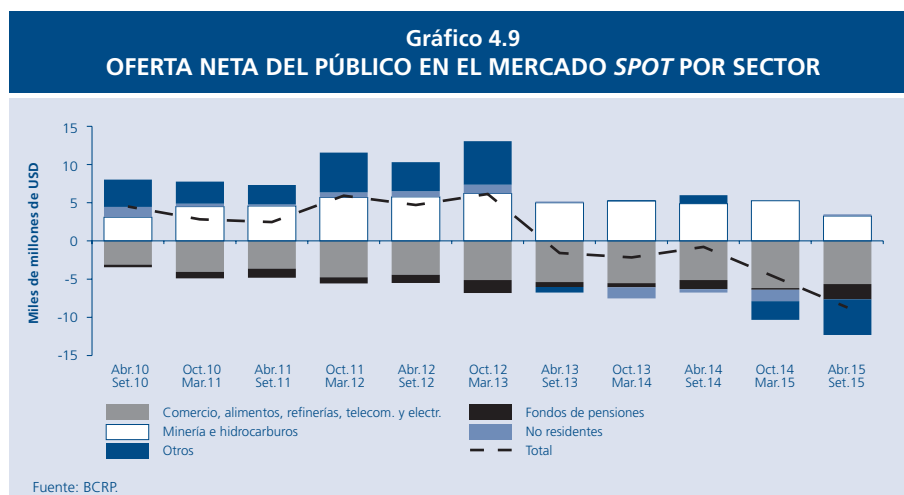


Entre abril y setiembre de 2015, la demanda neta en el mercado *spot* ascendió a US\$ 9 304 millones, excluyendo las operaciones de arbitraje. Los principales compradores de dólares fueron AFP (US\$ 2 003 millones), empresas comerciales (US\$ 1 806 millones), empresas de servicios (US\$ 1 096 millones), fabricantes de alimentos (US\$ 1 043 millones) y empresas de telecomunicaciones (US\$ 963 millones). Los principales vendedores fueron las empresas del sector minería (US\$ 2 889 millones).

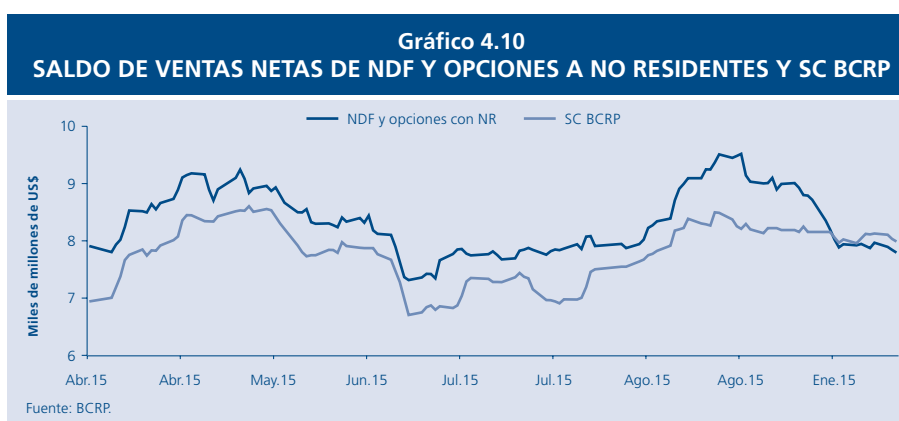
En el mercado de derivados (que incluye operaciones *forward* y, en menor medida, *swaps* y opciones) se registró una oferta neta por US\$ 715 millones, excluyendo las operaciones de arbitraje. La oferta provino principalmente de AFPs (US\$ 453 millones), mientras que la demanda fue de inversionistas no residentes (US\$ 434 millones).

83. **La demanda por dólares en el mercado *spot* estaría relacionada principalmente a la desdolarización de los créditos.** Hasta el semestre que finalizó en marzo del 2013, se registró oferta neta de dólares en el mercado *spot* debido a la balanza comercial positiva, flujos de inversión extranjera directa y la desdolarización de los ahorros. Además, muchos agentes locales, debido la tendencia a la baja del tipo de cambio y al menor costo de financiamiento en dólares, optaron por vender los dólares que obtuvieron mediante préstamos en dicha moneda sin tomar coberturas cambiarias.

Entre abril de 2013 y setiembre de 2014 se registró demanda por dólares en el mercado *spot* debido a la balanza comercial negativa y la venta de Bonos del Tesoro Público (BTP) por parte de inversionistas no residentes. La demanda por dólares se incrementó entre octubre de 2014 y setiembre de 2015 debido a que los agentes locales con descalce cambiario optaron por desdolarizar sus deudas, mientras que otros agentes locales decidieron dolarizar sus ahorros.



84. **La demanda por dólares en el mercado de derivados por parte de inversionistas no residentes se redujo durante el semestre.** En este periodo, se registraron dos episodios de ataques especulativos contra la moneda local por parte de inversionistas no residentes en el mercado de derivados. Los inversionistas no residentes demandaron US\$ 1,4 mil millones entre el 6 de abril y el 5 de mayo y US\$ 1,7 mil millones entre el 3 y el 26 de agosto. En ambos episodios los inversionistas no residentes tuvieron que realizar pérdidas debido a las acciones del BCRP: en abril el BCRP incrementó el ritmo de colocaciones de SC BCRP, mientras que en agosto el BCRP introdujo los repos de valores bajo el esquema especial⁶⁹ y estableció mayores requerimientos de encaje a las ventas de derivados de la banca.

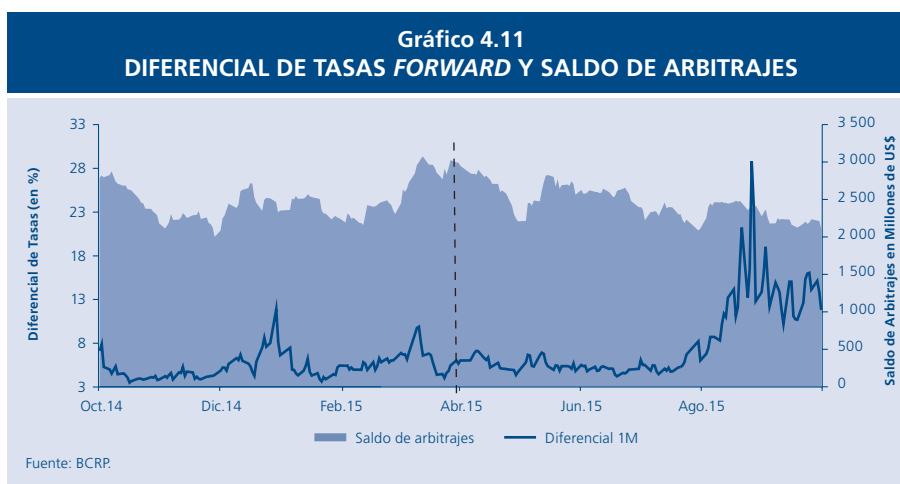


85. **Las operaciones de arbitraje⁷⁰ ascendieron a US\$ 12 291 millones.** El saldo de arbitrajes cayó hasta los US\$ 2 086 millones a fines de julio debido a la caída en los diferenciales de tasas *forward*⁷¹.

Sin embargo, el saldo de arbitrajes se recuperó en agosto, debido a la demanda por dólares de inversionistas no residentes en el mercado *forward* que incrementó nuevamente el diferencial de tasas *forward*, estabilizándose alrededor de US\$ 2 200 millones en setiembre. Las operaciones fueron realizadas, principalmente por las administradoras de fondos mutuos (US\$ 6 920 millones) y las AFP (US\$ 1 010 millones).

- 69 Este esquema consiste en una emisión por colocación directa de CDR BCRP a un precio determinado y con una fecha de vencimiento igual al de la operación de reporte. Los CDR BCRP así emitidos se entregan como colaterales en la operación de reporte.
- 70 Para aprovechar el diferencial de tasas *forward*, los agentes locales compran dólares en el mercado *spot* para venderlos simultáneamente, a un mayor tipo de cambio, en el mercado *forward*. Así consiguen una tasa de rendimiento en moneda nacional equivalente a la suma del diferencial de tasas *forward* y la tasa de interés que se obtiene por depositar los dólares adquiridos.
- 71 El diferencial *forward* equivale a la diferencia entre el tipo de cambio *spot* y el tipo de cambio *forward*, expresada como una tasa de interés anualizada.





86. **El promedio diario negociado en el mercado cambiario interbancario *spot* fue de US\$ 384 millones, menor a los US\$ 476 millones negociados en el semestre previo.** El 77% de la negociación se realizó en la plataforma de negociación DATATEC, por debajo del 84% reportado el semestre anterior. La diferencia se negoció a través de las plataformas de las empresas Reuters, Bloomberg y GFI; y, en menor medida, por teléfono.
87. **El monto transado de derivados disminuyó, principalmente, por las operaciones *forwards*.** La menor negociación se debió a la reducción en las operaciones entre bancos y con inversionistas no residentes, luego de que el BCRP introdujo un encaje al exceso en la negociación y al saldo de ventas de *forwards* y *swaps* con relación a los límites impuestos. De otro lado, la negociación de opciones se incrementó debido a su atractivo como alternativa de cobertura del riesgo cambiario.

Cuadro 4.3
OPERACIONES DE DERIVADOS FINANCIEROS DEL SOL DE LA BANCA 1/
(Montos nominales en millones de US\$)

Instrumento	Oct. 14 - Mar. 15					Abr. 15 - Set. 15				
	Negociación		Saldo			Negociación		Saldo		
	Total	Prom. 2/	Largo	Corto	Neto	Total	Prom.	Largo	Corto	Neto
<i>Forward</i>	80 801	646	6 086	12 589	-6 503	56 895	459	3 756	9 524	-5 768
<i>Cross Currency Swap</i>	1 033	8	2 421	2 661	-240	776	6	2 369	2 746	-377
<i>FX Swap 3/</i>	9 667	77	129	129	-	13 807	111	76	76	-
Opciones 4/	1 453	12	351	463	-112	4 927	40	737	2 405	-1 668
OIS 5/	30	0	-	-	-	10	0	10	-	10

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 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.

88. **El volumen de transacciones cambiarias de la banca, que no involucran al Sol, con sus clientes cayó en 20%.** La disminución se registró tanto en el mercado *spot* (26%) cuanto en el mercado *forward* (11%). En la menor negociación del mercado *spot* destacó la caída de transacciones con euros, con libras esterlinas y con pesos mexicanos; mientras que en el mercado *spot*, destacó la caída en la negociación de francos suizos y yenes, compensada parcialmente con la mayor negociación de euros.

Cuadro 4.4				
OPERACIONES DE LA BANCA EN EL MERCADO DE DIVISAS CON EL PÚBLICO				
(Millones de US\$)				
Divisas	US\$ contra divisa			
	Spot		Forward	
	Oct.14-Mar.15	Abr.15-Set.15	Oct.14-Mar.15	Abr.15-Set.15
ARS	0	0	-	-
AUD	183	111	63	38
BOB	-	-	-	-
BRL	217	100	343	88
CAD	521	648	66	32
CHF	42	61	2 181	1 507
CLP	61	96	25	32
CNY	-	-	-	-
COP	104	1	98	32
DKK	2	0	-	-
EUR	5 854	4 635	1 599	3 181
GBP	837	362	321	51
HKD	200	99	-	-
JPY	369	290	781	234
MXN	434	101	352	16
NOK	1	1	-	-
SEK	13	16	0	0
SGD	-	-	-	-
ZAR	0	1	-	-
Total	8 839	6 522	5 829	5 213

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

89. **A setiembre de 2015, la posición de cambio global de la banca fue de US\$ 547 millones y la posición de cambio contable fue negativa en US\$ 405 millones**⁷². Estas cifras representaron caídas de US\$ 421 millones en la posición global y de US\$ 1 262 millones en la posición contable, comparado con marzo de 2015. La variación de la posición de la banca se explicó principalmente por la demanda de clientes corporativos locales en el mercado *spot*.

72 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.





Recuadro 5
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS PARA FOMENTAR LA DESDOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO, LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL Y LA REDUCCIÓN DE LA VOLATILIDAD CAMBIARIA

Entre diciembre de 2014 y enero de 2015, el Directorio del BCRP decidió implementar cambios en las normas de encaje para impulsar la desdolarización del crédito de las empresas y familias, para apoyar la expansión del crédito en moneda nacional y para reducir la volatilidad cambiaria. Luego de unos meses se observa los efectos de estas medidas.

Desdolarización del crédito

En diciembre de 2014, el Directorio del BCRP estableció un encaje adicional en moneda extranjera en función a la evolución del crédito en esa moneda. La medida incrementa la tasa de encaje de las entidades financieras que no cumplen con las metas para la reducción de los créditos totales en moneda extranjera (excluyendo comercio exterior)⁷³ y de la suma de los créditos hipotecarios y vehiculares en moneda extranjera⁷⁴.

Al cierre de setiembre de 2015 las entidades financieras han superado las metas establecidas para diciembre de 2015. Entre diciembre de 2014 y setiembre de 2015, el crédito total en moneda extranjera del sistema bancario se ha reducido en 18% y el coeficiente de dolarización del crédito cayó de 42% a 34%.

Fomentar el crédito en moneda nacional

Para apoyar la expansión del crédito en moneda nacional, en un contexto de dolarización de los depósitos, el Directorio del BCRP aprobó dos nuevos esquemas para las Operaciones de Reporte de Monedas. Mediante estas operaciones las entidades financieras puedan utilizar el mayor monto de dólares disponibles como colateral en las Operaciones de Reporte de Monedas para obtener liquidez de mediano y largo plazo y, así, atender la demanda por créditos en moneda nacional. Al cierre de setiembre de 2015 el saldo de Repo de Monedas ascendió a S/ 4 805 millones bajo el esquema de Sustitución, S/ 7 900 millones bajo el esquema de Expansión y S/ 16 050 millones bajo el esquema Regular. Las operaciones bajo el esquema de Sustitución contribuyeron también al proceso de desdolarización. Estas medidas contribuyeron a que el crédito en moneda nacional continuara registrando tasas de crecimiento de dos dígitos durante 2015.

Reducir la volatilidad cambiaria

En enero de 2015, el Directorio del BCRP buscó incrementar el costo marginal de las operaciones especulativas contra la moneda nacional en el mercado de derivados. Así, se estableció un encaje adicional en moneda nacional si el monto de operaciones pactadas de venta de moneda extranjera a cambio de moneda nacional a través de *forwards* y *swaps* excedía ciertos límites diarios y semanales. Adicionalmente, se estableció un encaje adicional en moneda nacional si el saldo de operaciones de venta de moneda extranjera a cambio de moneda nacional a través de *forwards* y *swaps* excedía un límite.

Durante el semestre se registraron dos episodios de presiones especulativas contra la moneda local

73 La meta de reducción de los créditos totales en moneda extranjera se fijó en 5% a junio de 2015 y en 10% a diciembre de 2015, respecto al saldo registrado en setiembre de 2013.

74 La meta de reducción de los créditos totales en moneda extranjera se fijó en 10% a junio de 2015 y en 15% a diciembre de 2015, respecto al saldo registrado en febrero de 2013.

por parte de inversionistas no residentes en el mercado *forward*. En ambos episodios los inversionistas no residentes tuvieron que realizar pérdidas debido al incremento en el costo de los *forwards* producto del mayor encaje y la estabilidad del tipo de cambio debido a la intervención del BCRP. Durante el año el BCRP ha ajustado los límites tanto para las operaciones de ventas diarias y semanales de *forwards* y *swaps* cuanto para el saldo de estas ventas. Asimismo, introdujo un encaje para el monto de operaciones de ventas mensuales de *forwards* y *swaps* y aumentó el encaje aplicable al exceso sobre todos estos límites. Como resultado, el promedio diario de operaciones pactadas de ventas *forward* y *swap* se redujo de US\$ 580 millones en diciembre de 2014 a US\$ 228 millones en setiembre de 2015.

LÍMITES VIGENTES A LAS OPERACIONES DE VENTA DE <i>FORWARDS</i> Y <i>SWAPS</i>	
Límite	Monto
Negociación diaria	US\$ 90 millones
Negociación semanal	US\$ 250 millones
Negociación mensual	US\$ 1 000 millones
Saldo diario	Máximo entre el 80% del patrimonio efectivo de diciembre 2014, 80% del saldo promedio de diciembre 2014 y US\$ 700 millones

Recuadro 6

MEDIDAS ADICIONALES PARA APOYAR LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL Y LA REDUCCIÓN DE LA VOLATILIDAD CAMBIARIA

El Directorio del BCRP decidió implementar nuevos instrumentos para apoyar la expansión del crédito y para reducir la volatilidad cambiaria.

Medidas para proveer liquidez y fomentar el crédito en moneda nacional

En mayo de 2015, el Directorio del BCRP aprobó dos nuevas medidas para inyectar liquidez de mediano y largo plazo con la finalidad de apoyar la expansión del crédito en moneda nacional:

- **Subasta de depósitos públicos por el BCRP:** El BCRP asigna, mediante subastas, depósitos de fondos del Tesoro Público y del Banco de la Nación, que están actualmente colocados en el BCRP. Estos fondos reflejan los superávits fiscales registrados en los años previos que, al ser colocados en el BCRP, ayudaron a evitar un sobrecalentamiento de la economía.
- **Cambios a la Circular de Operaciones de Reporte con Cartera de Créditos:** Mediante esta operación, creada en 2008, el BCRP puede inyectar liquidez aceptando como colateral carteras de créditos de las entidades financieras. Los cambios realizados a la Circular buscan simplificar el funcionamiento de estas operaciones, reduciendo sus costos y carga operativa.

Medidas para reducir la volatilidad cambiaria

En agosto de 2015, el Directorio del BCRP aprobó los Repos Especiales como nuevo instrumento de intervención cambiaria a fin de reducir las presiones alcistas sobre el tipo de cambio. Esta operación permite a la banca incrementar su posición de cambio mediante la adquisición de un activo indexado al tipo de cambio (CDR BCRP), y a la vez recuperar los fondos en moneda nacional que son destinados a la adquisición del CDR BCRP.





V. SISTEMAS DE PAGOS

90. **Durante el año 2015, los Sistemas de Pagos⁷⁵ en el Perú han mejorado en eficiencia y seguridad.** Estas mejoras se han producido gracias a la implementación de instrumentos de pago en tiempo casi real y de medidas que han fortalecido la administración de los riesgos. El Banco Central ha venido apoyando estas tendencias, así como el mayor acceso y uso de servicios de pago de calidad.

El Banco Central publicó el Reglamento de las Transferencias Inmediatas (que es un nuevo instrumento de pago) y promovió el acceso de las entidades microfinancieras a los servicios de la CCE y a su interconexión electrónica con el Sistema LBTR. Adicionalmente, participó en la formulación de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera y ha venido coordinando el proyecto de Plataforma de Dinero Electrónico. Asimismo, la labor de supervisión que ha desplegado se ha constituido en un elemento fundamental para fortalecer la seguridad de los Sistemas de Pagos.

91. **Entre enero y setiembre de 2015, se redujo el valor de las transferencias en los Sistemas de Pagos, como proporción del PBI, en comparación con el año 2014.** Ello estuvo asociado principalmente al Sistema LBTR. Por su parte, el volumen continuó creciendo por mayor número de transferencias de crédito realizadas en la CCE.



El valor de las transferencias en los Sistemas de Pagos se redujo en un contexto de menor ritmo de actividad económica y de reducción de las transacciones cambiarias. Así, el valor total de las operaciones realizadas en los Sistemas de Pagos cayó en

75 Los Sistemas de Pagos de importancia sistémica, según la Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores (Ley N° 29440) son: el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), administrado por el BCRP, el Sistema de Compensación y Liquidación de cheques y de otros instrumentos compensables, administrado por la Cámara de Compensación Electrónica (CCE) y el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV), administrado por CAVALI.

5,4% asociado principalmente al menor valor de las operaciones realizadas a través del Sistema LBTR.

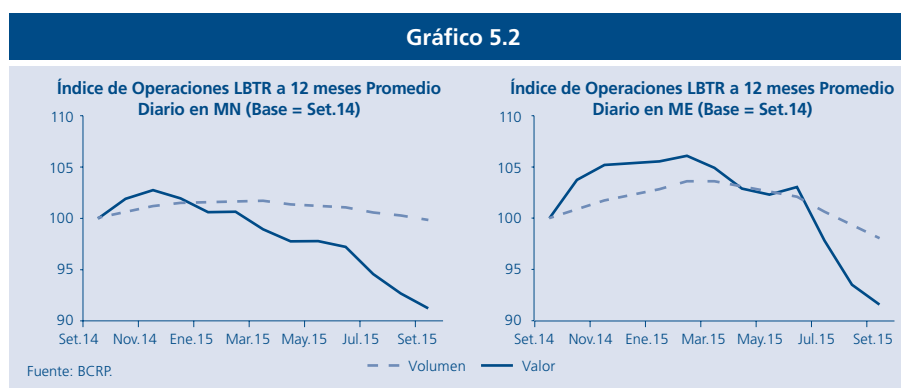
A setiembre de 2015, el volumen de transferencias de fondos de los Sistemas de Pagos se incrementó en 9,3% con respecto al mismo periodo del año anterior, reflejando la mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte de la población.

Cuadro 5.1 SISTEMAS DE PAGOS (Promedio diario en los últimos 12 meses)*						
	Setiembre 2014		Setiembre 2015		Var. %	
	Valor	Volumen	Valor	Volumen	Valor	Volumen
Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)	13 544	3 232	12 815	3 203	-5,4	-0,9
Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)	187	670	130	447	-30,2	-33,4
Cámara de Compensación Electrónica (CCE)	954	63 841	947	70 411	-0,8	10,3
TOTAL	14 685	67 743	13 892	74 061	-5,4	9,3

* Valores en moneda nacional y moneda extranjera expresados en millones de soles. Volumen expresado en número de operaciones.
Fuente: BCRP.

92. **En el Sistema LBTR, el valor y volumen de operaciones disminuyeron en 5,4% y 0,9%, respectivamente. El menor valor se explicó por las operaciones en moneda nacional, en tanto que el menor volumen estuvo relacionado a las operaciones en moneda extranjera.**

El valor de las operaciones en moneda nacional disminuyó 8,8%, principalmente por la reducción de la compra-venta de moneda extranjera. Asimismo, se registró una tendencia decreciente en el volumen (2% en moneda extranjera y 0,2% en moneda nacional). Por otro lado, las transferencias de fondos de clientes mantuvieron su tendencia creciente (Ver Recuadro 7).



El BCRP continuó promoviendo la interconexión electrónica al Sistema LBTR, en particular en el caso del acceso de las empresas financieras no bancarias. Así, en los últimos seis meses, se interconectó la Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Arequipa mediante el Aplicativo Cliente Web. Con ello, esta entidad accede a más servicios, reduce sus riesgos operativos y aumenta su eficiencia. Con esta incorporación, ascienden a 6 las cajas municipales y a 3 las financieras interconectadas al Sistema LBTR.





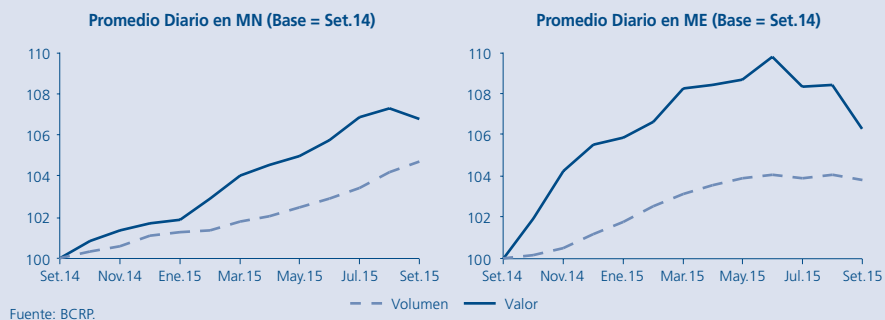
Recuadro 7 TRANSFERENCIA DE FONDOS DE CLIENTES POR EL SISTEMA LBTR

Las transferencias de fondos por el Sistema LBTR se pueden clasificar en operaciones propias de las entidades participantes en dicho sistema y aquellas transferencias entre clientes y a favor de éstos.

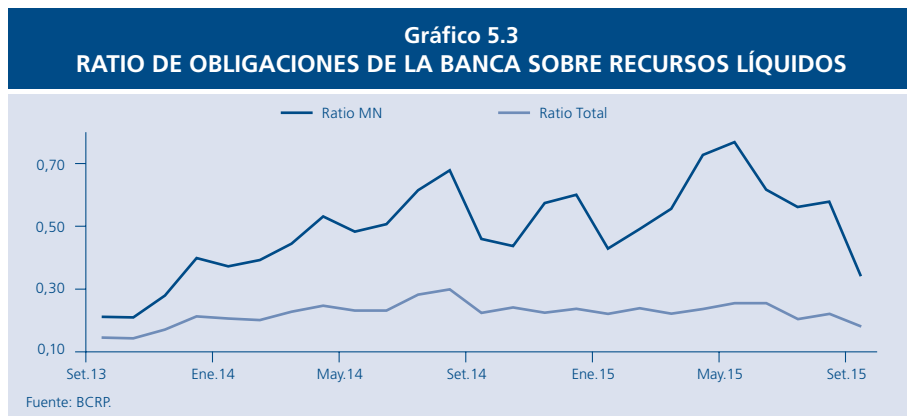
A setiembre de 2015, el valor y volumen de las transferencias de fondos de clientes crecieron en moneda nacional en 6,8% y 4,7%, respectivamente, mientras que en moneda extranjera, el crecimiento fue de 6,3% y 3,8%, respectivamente. Sin embargo, se observa una tendencia decreciente en las tasas de crecimiento del valor de este tipo de transferencias.

Cabe mencionar que las transferencias de fondos de clientes en el Sistema LBTR han alcanzado, a setiembre 2015, una participación aproximada del 40% del total de transferencias que se liquidaron en dicho sistema.

ÍNDICE DE OPERACIONES DE CLIENTES EN EL LBTR A 12 MESES



93. **El ratio de obligaciones sobre recursos líquidos⁷⁶ en el Sistema LBTR continuó manteniendo un bajo nivel, reflejando menores riesgos para los Sistemas de Pagos.**

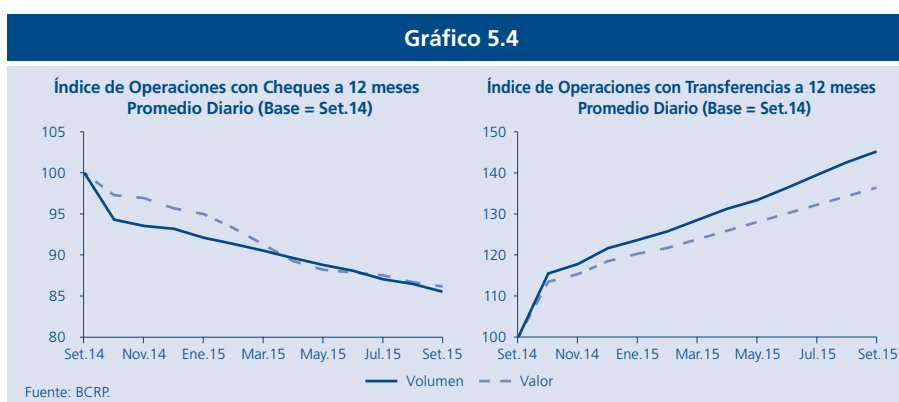


76 El ratio de obligaciones sobre recursos líquidos es un indicador de riesgo que compara las obligaciones diarias de los bancos en los Sistemas de Pagos respecto de los recursos mantenidos en el BCRP: cuenta corriente, valores y depósitos. Así, niveles del ratio por debajo de 1 indican holgura de liquidez en los Sistemas de Pagos.

El Sistema LBTR, en el que los demás sistemas liquidan sus operaciones, mantiene una buena cobertura de recursos líquidos en ambas monedas con relación a las transferencias de fondos de la banca. Si bien el ratio de liquidez en moneda nacional muestra un nivel mayor que el ratio total, este viene cayendo desde el segundo semestre del año, asociado principalmente al aumento de recursos líquidos mantenidos en dicha moneda.

94. **Las operaciones procesadas en la CCE aumentaron en 10,3% en volumen y disminuyeron en 0,8% en valor, durante los últimos doce meses a setiembre 2015.**

En el periodo, el volumen de las transferencias de crédito⁷⁷ registró una tasa de crecimiento de 45,2%, acorde con una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte del público.



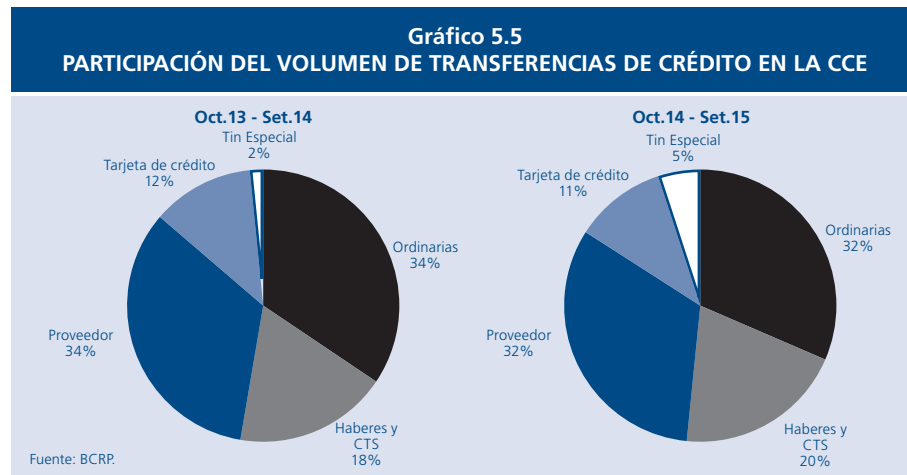
Las operaciones con cheques continuaron con su tendencia a la baja, en gran parte, por la mayor utilización de instrumentos electrónicos de pagos. La participación de cheques en el volumen de operaciones en la CCE disminuyó de 42,8% en setiembre de 2014 a 34,8% en setiembre de 2015. Asimismo, se registró una caída de 13,9% en el valor de las transacciones con este instrumento, afectando el monto total de las operaciones procesadas en el sistema administrado por la CCE.

95. **Las transferencias ordinarias y aquellas para el pago a proveedores continúan siendo los principales tipos de transferencia de crédito en la CCE.**

A setiembre de 2015, las transferencias ordinarias y aquellas para el pago a proveedores representaron el 64% del total de transferencias de crédito en la CCE, como se observa en el Gráfico 5.5.

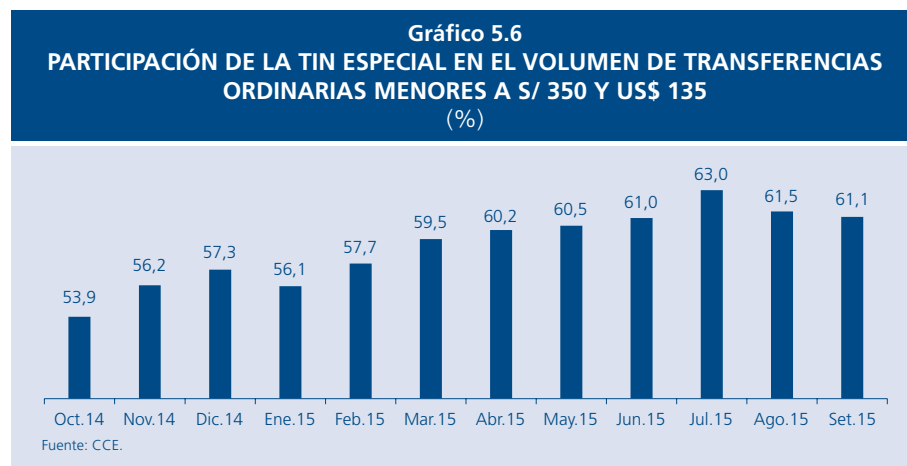
77 Las transferencias de crédito pueden ser ordinarias, para el pago de haberes, proveedores, CTS y de tarjetas de crédito.





96. **La Transferencia Interbancaria Ordinaria Especial⁷⁸ (TIN Especial), vigente desde noviembre de 2013, continúa registrando un volumen de transacciones por debajo de lo esperado, a pesar de su bajo costo.**

A setiembre de 2015, la TIN Especial sólo representó el 61% del volumen total de transferencias ordinarias en el rango hasta S/ 350 y US\$ 135. Ello estaría asociado a la falta de difusión de esta promoción por parte del sistema bancario hacia sus clientes. A setiembre de 2015, sólo 4 entidades del Sistema Financiero explican el 95,5% del volumen de operaciones: BCP (33,7%), BBVA Continental (25,3%), Interbank (21,2%) y Scotiabank (15,3%). Cabe precisar que el Banco de la Nación no participa en esta promoción. Se debe indicar que el plazo de vigencia de la TIN Especial se ha ampliado hasta diciembre de 2015.



78 Transferencias por la que no hay cobro o se cobra una tarifa preferencial para operaciones hasta S/ 350 y US\$ 135.

97. **La CCE desarrolló un nuevo instrumento de pago electrónico, denominado Transferencia Inmediata, que permitirá a los clientes transferir fondos en tiempo casi real y está basado en un esquema de recursos previamente constituidos en el BCRP para garantizar las operaciones.** El BCRP reguló el proceso de compensación y liquidación de este nuevo instrumento mediante la Circular N°35-2015-BCRP.

La Transferencia Inmediata es un nuevo instrumento de pago del Sistema de Compensación de Cheques y Otros Instrumentos Compensables. Dicho instrumento implica menor riesgo y mayor eficiencia porque los participantes en la CCE asignan recursos específicos para la liquidación de las obligaciones, resultado del proceso de compensación entre ellos, y el pago a los beneficiarios se realiza casi de inmediato con la orden de transferencia.

Existe espacio para que la CCE continúe innovando y disponga de soluciones de pago que atiendan las necesidades de los consumidores; por ejemplo, instrumentos que faciliten la cancelación interbancaria de pagos recurrentes (recibos) o que permitan hacer pagos por compras en comercio electrónico.

Recuadro 8 TRANSFERENCIAS INMEDIATAS

La Transferencia Inmediata se procesa en tiempo casi real, lo que permite eliminar el rezago de tiempo que afecta a los pagos entre clientes cuando utilizan otros instrumentos interbancarios. Además, incorpora un esquema de recursos específicos para asegurar la liquidación, lo que reduce los riesgos. Ambas características hacen que este nuevo instrumento compensable introduzca mejoras en eficiencia e incremente la seguridad del Sistema de Pagos que administra la CCE.

Las entidades participantes en la CCE constituyen fondos antes del inicio de operaciones de cada día, los que permanecen en cuentas especiales en el Sistema LBTR en las cuales se produce la liquidación de la compensación. El participante debe tener un nivel suficiente de fondos, determinado por la CCE, para que pueda enviar Transferencias Inmediatas al Sistema. La CCE utiliza una cuenta de control, que refleja la cuenta especial para fines de registro y monitoreo. Las Transferencias Inmediatas pueden efectuarse en moneda nacional o extranjera, con un límite máximo de S/ 30 mil o US\$ 10 mil por transacción, tienen alcance nacional y están disponibles en los canales que los participantes pongan a disposición de sus clientes.

98. **Se observa que en el Sistema LBTR, las entidades con mayor participación cobran una comisión a sus clientes por debajo del promedio, mientras que en la CCE cobran una comisión por encima del promedio.**

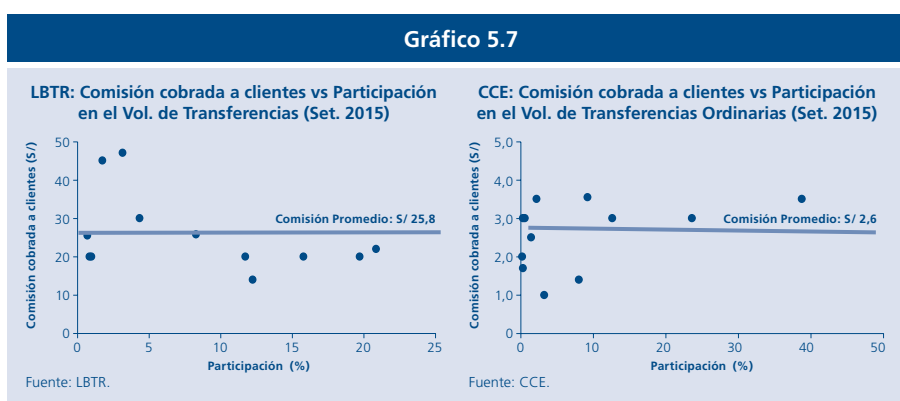
En el Gráfico 5.7 se observa la relación entre las comisiones cobradas por los bancos a sus clientes y la participación que tienen en el volumen de transferencias en el





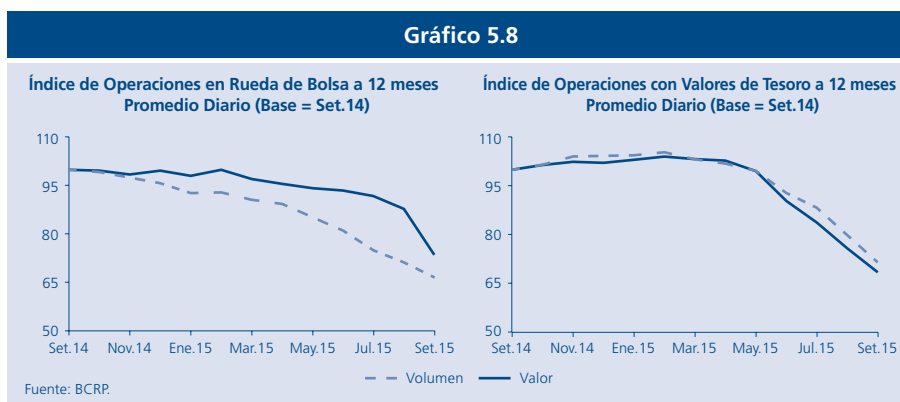
Sistema LBTR y en la CCE⁷⁹. En el caso del Sistema LBTR, aquellas entidades con una mayor participación cobran una comisión por debajo del promedio.

En cambio, en la CCE las entidades con mayor participación en las operaciones cobran comisiones por encima de la comisión promedio, siendo aquellas cuyo costo unitario es el más bajo, dado el esquema tarifario aplicado por la CCE. Asimismo, se puede notar que hay una mayor dispersión de comisiones en el caso del Sistema LBTR.



99. **El valor de las operaciones procesadas en el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) disminuyó en 30,2%, mientras que el volumen de operaciones cayó en 33,4%.**

La caída en la actividad en el SLMV está asociada tanto a las menores operaciones liquidadas de valores emitidos por el Tesoro (reducción de 31,8% en valor y de 29,7% en volumen) como a la caída de las operaciones en Rueda de Bolsa (que disminuyeron en 26,6% en valor y en 33,7% en volumen).



79 El Gráfico 5.7–izquierda considera el volumen total de transferencias de fondos de clientes en moneda nacional. En el Gráfico 5.7–derecha, se considera el volumen de las Transferencias Ordinarias en moneda nacional.

100. El uso de instrumentos electrónicos para realizar pagos minoristas, fuera de los Sistemas de Pagos, continuó con su tendencia creciente en valor y volumen.

La transferencia de crédito intrabancaria continúa siendo el más importante de los instrumentos electrónicos utilizados para realizar pagos minoristas, tanto en valor como en volumen. El segundo instrumento en importancia por volumen de operaciones fue la tarjeta de débito, la que ha superado a los pagos con tarjetas de crédito, instrumentos que crecieron en 17,9% y 11,9%, respectivamente.

Se debe indicar que las tarjetas de débito se vienen utilizando principalmente para el retiro de efectivo, pero su aplicación para realizar pagos ha venido creciendo en los últimos años, lo que también refleja una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte de la población.

Cuadro 5.2						
INSTRUMENTOS DE PAGO DISTINTOS DEL EFECTIVO 1/						
<i>(Valor de transferencias en millones de soles y volumen en miles de unidades)</i>						
	Setiembre 2014		Setiembre 2015		Var. %	
	Valor	Número	Valor	Número	Valor	Número
Transferencia de crédito intrabancaria	2 706	795	3 077	866	13,7	9,0
Tarjeta de Crédito	145	445	170	498	16,6	11,9
Tarjeta de Débito	46	459	54	541	19,1	17,9

1/ Distintos de los utilizados en los Sistemas de Pagos. Promedio diario en los últimos doce meses. No considera retiro de efectivo.
Fuente: Circular N° 046-2010-BCRP.

101. Pagos Digitales Peruanos S.A. (PDP), empresa creada en abril de 2015 para administrar los servicios que brindará la Plataforma de Dinero Electrónico, se encuentra desarrollando pruebas piloto para la próxima implementación de esta plataforma.

PDP viene operando pilotos de prueba a nivel nacional con 9 emisores, los cuales participarán de su lanzamiento oficial que se espera para fin de año. PDP realiza, entre otros servicios, el registro de los movimientos en las cuentas de dinero electrónico de los emisores, agentes y clientes, el monitoreo de las operaciones y la compensación entre los diferentes emisores, determinando las posiciones netas a liquidar entre ellos.

102. En julio de 2015 se publicó la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF), instrumento de política del Estado para promover la inclusión financiera a través de acciones multisectoriales que contribuyan al desarrollo económico descentralizado e inclusivo, en las cuales participan los sectores público y privado, en un marco de preservación de la estabilidad financiera.





El objetivo de la ENIF es promover el acceso y uso responsable de servicios financieros integrales, que sean confiables, eficientes, innovadores y adecuados a las necesidades de los diversos segmentos de la población. Las acciones de responsabilidad del Banco Central se relacionan con la Promoción y el desarrollo de canales e instrumentos de pagos minoristas (Ver Recuadro 9).

Recuadro 9
EL ROL DEL BANCO CENTRAL EN LOS PAGOS MINORISTAS Y LA INCLUSIÓN FINANCIERA

Los pagos minoristas son aquellos que realizan los consumidores en un gran número y se caracterizan por tener un valor relativamente bajo. Los sistemas de pagos minoristas, que cubren Acuerdos de Pago y/o Proveedores de servicios de pagos, contribuyen al dinamismo de la actividad económica y constituyen un mecanismo importante para incluir a las personas que no acceden a los servicios financieros.

La mayor inclusión financiera es un reto que en nuestro país se está enfrentando desde una perspectiva multisectorial, a través de la Comisión Multisectorial de Inclusión Financiera, en la que participa el Banco Central junto con los Ministerios de Economía y Finanzas, Desarrollo e Inclusión Social, Educación, el Banco de la Nación y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. La Comisión ha elaborado la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera, que incluye siete líneas de acción, con el objetivo de alcanzar elevados estándares de inclusión financiera hacia el año 2021.

El Banco Central lidera la línea de acción de Pagos relacionada con la *“promoción y desarrollo de canales e instrumentos digitales de pagos minoristas”*; para ello, promueve regulación, estudios y acciones que promuevan los pagos electrónicos, entre las que se tiene la creación del ecosistema que reduzca la probabilidad de utilizar efectivo para realizar pagos, lo que implica, por ejemplo, la digitalización de los pagos que realiza y recibe el gobierno y la integración de los comercios a la cadena de pagos electrónicos.