

---

## Moneda y Crédito

*En el año 2003, la inflación se ubicó en su nivel meta (2,5 por ciento) en un contexto de flexibilización de la política monetaria que se reflejó en un descenso de la tasa de interés interbancaria. Asimismo, se observó una disminución de la dolarización del sistema financiero, un mayor dinamismo en la emisión de títulos en soles nominales y un aumento del valor del fondo privado de pensiones y de los fondos mutuos.*

### 1. Acciones de política monetaria

Durante el primer semestre de 2003, el Banco Central mantuvo estable su posición de política monetaria, con una tasa de interés interbancaria promedio de 3,8 por ciento. La tasa de crecimiento de los precios se aceleró temporalmente por efecto de los mayores precios internacionales de los combustibles asociado al conflicto con Irak en el primer trimestre. Dado el carácter temporal de este choque sobre la inflación, el Banco Central no modificó su posición de política monetaria, tal como se señaló en el Reporte de Inflación de enero de 2003.

En el segundo semestre, el Banco Central flexibilizó su posición de política monetaria en cuatro oportunidades mediante reducciones de sus tasas de interés de referencia, las mismas que indujeron a disminuciones en la tasa de interés interbancaria de 25 puntos básicos

en los meses de julio, setiembre y noviembre; y de 50 puntos básicos en agosto. Así, la tasa de interés interbancaria pasó de 3,7 por ciento en junio de 2003 a 2,5 por ciento en diciembre del mismo año.

Esta flexibilización de la política monetaria se realizó sobre la base de previsiones de que la tasa de inflación en los años 2003 y 2004 se ubicaría en el límite inferior de la meta (Reportes de Inflación de mayo y agosto de 2003). Cabe precisar que las proyecciones de inflación contenidas en los Reportes de Inflación tienen como supuesto metodológico que la posición de política monetaria se mantiene constante durante el período de proyección.

La tasa de inflación del año 2003 fue 2,48 por ciento, nivel equivalente al de la meta anunciada por el Banco Central de Reserva de 2,5 por ciento anual, con una tolerancia máxima de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.



#### RECUADRO 7

##### DISEÑO DE POLÍTICA MONETARIA BAJO UN ESQUEMA DE METAS DE INFLACIÓN

El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) decidió a partir de enero de 2002 conducir la política monetaria a través del esquema de Metas Explícitas de Inflación. Bajo este esquema, las acciones del Banco Central están orientadas a alcanzar una meta de inflación anual, estableciendo un compromiso explícito con la estabilidad monetaria.

El BCRP es el primer banco central que ha adoptado el esquema de Metas de Inflación en un contexto de dolarización financiera. La política monetaria ha sido efectiva para revertir presiones deflacionarias y cumplir con la meta de inflación de 2,5 por ciento. En particular, se superó las presiones deflacionarias registradas entre fines de 2001 e inicios de 2002. La tasa de inflación anual ha pasado de un nivel negativo en 0,1 por ciento en diciembre de 2001 a una tasa de 1,5 por ciento en 2002 y 2,5 por ciento a diciembre de 2003, es decir se ha cumplido la meta anunciada. Más aún, desde diciembre de 2002, la tasa de inflación anual (últimos 12 meses) se ha ubicado dentro del rango de la meta de inflación, con la única excepción de octubre de 2003 (1,3 por ciento).

Bajo el Esquema de Metas de Inflación, el BCRP anuncia la meta con el objetivo de anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos en torno a ella. El rango de tolerancia de un punto porcentual alrededor de la meta de inflación permite dar flexibilidad a la política monetaria, permitiendo que no reaccione ante fluctuaciones temporales de precios.

El BCRP busca tomar acciones de manera anticipada para contrarrestar presiones inflacionarias o deflacionarias que puedan desviar la tasa de inflación de la meta, dado que los efectos de la política monetaria se dan con rezagos. Para la toma de decisiones se utiliza un sistema de proyecciones de inflación, el cual toma en cuenta las expectativas de inflación, las condiciones domésticas de demanda y oferta agregada, y la evolución esperada de la economía mundial y de los mercados financieros locales. El sistema de proyección de inflación y sus resultados se analizan y discuten en el **Comité de Modelos Macroeconómicos**, en el cual participan directores y funcionarios del Banco Central. En base a esta proyección, el Directorio evalúa las decisiones de política monetaria.

La transparencia es una condición necesaria para fortalecer la **credibilidad** en el Banco Central, y de esa manera, mejorar la efectividad de la política monetaria. En este contexto, el BCRP publica tres veces al año un **Reporte de Inflación**, en el que se comunica a los agentes los principales determinantes de la evolución reciente de la inflación, así como las previsiones sobre presiones inflacionarias o deflacionarias futuras. Asimismo, el primer jueves de cada mes se publica la **Nota de Prensa** a través de la cual se comunica las decisiones de política monetaria adoptadas por el Directorio del BCRP.

## 2. Tasas de interés

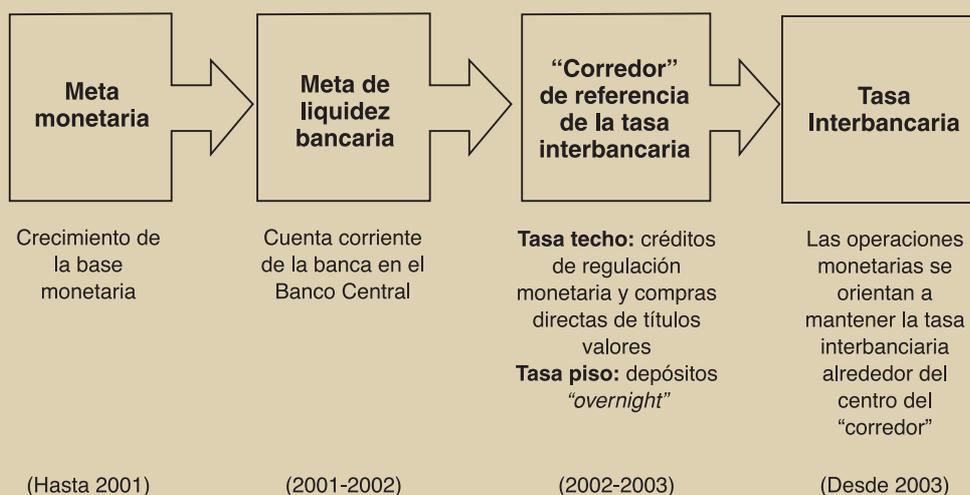
El Banco Central modifica su posición de política monetaria mediante ajustes en sus tasas de interés de referencia para las operaciones con la banca tanto pasivas (depósitos *overnight*) como activas (compras directas de títulos valores y créditos de regulación

monetaria). Estas tasas de interés determinan un corredor de referencia para la tasa de interés del mercado interbancario en soles. En línea con este corredor, las operaciones diarias de mercado abierto para inyectar o retirar liquidez se orientan a que el nivel de la tasa de interés interbancaria se ubique alrededor del centro de dicho corredor.

RECUADRO 8

## LA TRANSICIÓN DESDE METAS MONETARIAS HACIA UNA META OPERATIVA DE TASA DE INTERÉS

Las decisiones de política monetaria se traducen en modificaciones de una meta operativa escogida por el Banco Central. Durante los últimos años, se ha pasado gradualmente por etapas desde un esquema de control del crecimiento de la emisión primaria (pasando por una meta operativa de liquidez bancaria y el establecimiento de un corredor de referencia de tasas de interés) hacia una meta de tasa de interés interbancaria.



En este proceso se ha reducido sostenidamente la volatilidad de la tasa de interés interbancaria. Durante el **período 2001 – 2002**, se acompañó el anuncio de la meta operativa de cuenta corriente con la difusión de un corredor de tasas de interés de referencia dentro del cual debía ubicarse la tasa de interés interbancaria. De esta forma, las operaciones de mercado abierto (mediante mecanismos de subastas) continuaron orientándose hacia el nivel meta de liquidez bancaria, pero se guiaba el nivel de tasa de interés interbancaria mediante este corredor.

El límite superior de este corredor corresponde a la tasa de interés de los créditos de regulación monetaria y compras directas de títulos valores (tasa "activa" del BCRP) mientras que el límite inferior corresponde a la tasa de interés de los depósitos *overnight* de la banca en el Banco Central.

Desde el **año 2003**, la cuenta corriente de los bancos pasa a ser una proyección y se anuncia que las operaciones monetarias se orientarán a que la tasa de interés del mercado interbancario se ubique en el centro del corredor de referencia. La reducción de la variabilidad de la tasa de interés interbancaria ha reforzado significativamente el impacto de esta tasa sobre el resto de tasas de interés del sistema bancario.

Cabe precisar que el Banco Central mantiene la posibilidad de desvíos temporales en la meta de tasa de interés interbancaria para enfrentar coyunturas de presiones al alza significativas en el tipo de cambio nominal (como en setiembre de 2002). Esta "cláusula de escape" en el manejo monetario se efectúa para prevenir potenciales efectos adversos sobre los balances de las empresas y familias (denominado "efecto hoja de balance") en una economía con dolarización financiera.

Este mayor énfasis del control monetario sobre la estabilidad de la tasa de interés en moneda nacional del mercado interbancario ha permitido disminuir su

desviación estándar promedio de 0,5 puntos porcentuales en el año 2002 a 0,1 puntos porcentuales en 2003.



CUADRO 48

## NIVEL Y VARIABILIDAD DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA

(En puntos porcentuales)

Año	Nivel promedio	Desviación estándar
1998	19,0	6,6
1999	14,9	4,8
2000	12,7	2,5
2001	8,6	0,9
2002	3,2	0,5
2003	3,4	0,1

Fuente: BCRP.

Una mayor estabilidad de la tasa de interés interbancaria en soles permite una mejor comunicación de la política monetaria y facilita la formación del resto de las tasas de interés en moneda nacional para diferentes tipos de operaciones (créditos, sobregiros, redescuentos, depósitos, emisión de títulos valores, entre otros) y plazos.

RECUADRO 9

## IMPACTO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA SOBRE EL RESTO DE TASAS DE INTERÉS EN SOLES

El Banco Central incide sobre el comportamiento de la tasa de interés interbancaria a través de sus operaciones monetarias. El mercado de préstamos entre bancos (interbancario) se forma entre los bancos oferentes y demandantes de fondos en soles a muy corto plazo. Un banco puede encontrarse en una posición ofertante o demandante en el mercado interbancario, dependiendo de su nivel individual de liquidez. El Banco Central regula el nivel agregado de liquidez en la banca, con lo cual influye sobre la determinación de la tasa de interés interbancaria.

El nivel de esta tasa de interés sirve de referencia para la formación del resto de tasas de interés en soles y, por lo general, afecta más a aquellas tasas con menor riesgo crediticio y menores plazos. Una mayor respuesta de las tasas de interés en soles a la tasa interbancaria refuerza la potencia de la política monetaria vía el canal de tasas de interés.

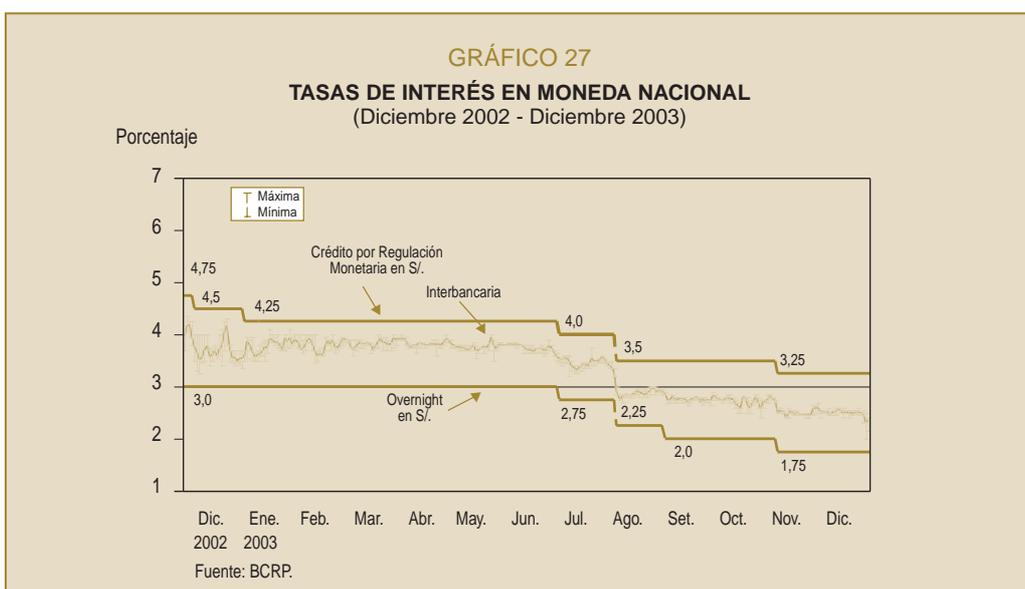
Para estimar estos efectos, se consideró información del período comprendido entre 1995 y 2003, el cual fue dividido en dos sub-períodos para identificar si la mayor predictibilidad de la tasa interbancaria (a partir de la reducción reciente de su volatilidad) ha reforzado este canal de transmisión de la política monetaria. Los resultados muestran que los efectos de un cambio de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria son significativamente mayores sobre las tasas de interés de préstamos y depósitos con plazos menores a 360 días en el caso de la segunda sub-muestra. Así, por ejemplo, el impacto estimado de una modificación de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria sobre la tasa de préstamos hasta 360 días es de 0,46 puntos porcentuales en el lapso de 5 meses.

## IMPACTO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA

	Impactos (En puntos porcentuales)	
	Abr.95-Ene.01	Feb.01-Mar.03
<b>Tasas de Interés</b>		
<b>Préstamos</b>		
A 360 días	0,11	0,46
A más de 360 días	0,61	0,61
<b>Depósitos</b>		
Ahorro	0,04	0,25
Plazo hasta 30 días	0,18	0,61
Plazo 31-179 días	0,06	0,44
Plazo 180-360 días	0,21	0,21
Plazo más de 360 días	0,13	0,13

Las reducciones de la tasa de interés interbancaria continuaron induciendo una disminución de las demás tasas de interés en soles del mercado (créditos, depósitos y títulos valores).

En el caso de la tasa de interés de los créditos a 90 días para clientes de bajo riesgo (corporativos), la tasa de interés se redujo de 5,1 por ciento en diciembre de 2002 a 3,3 por ciento en diciembre de 2003.





CUADRO 49

TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN SOLES  
(en porcentajes)

	2001				2002				2003			
	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.
1. Interbancaria	10,3	16,0	5,9	3,1	2,5	2,6	5,4	3,8	3,8	3,7	2,8	2,5
2. Depósitos de ahorro	6,8	6,6	5,2	3,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	1,3	1,3
3. Activa preferencial	12,4	13,2	9,4	5,0	3,9	3,7	6,8	5,1	4,7	4,6	3,5	3,3
4. Activa promedio hasta 360 días	21,3	21,2	19,4	17,2	15,5	14,1	14,0	14,8	14,3	14,0	14,3	14,0
5. CDBCRP												
Del saldo	12,6	12,4	10,8	7,5	5,4	4,8	4,1	4,7	4,7	4,8	4,3	3,9
Plazo promedio de las colocaciones del mes (en meses) <sup>1/</sup>	6	7	6	6	6	6	-	8	12	7	15	11

1/ Excluye colocaciones de CDBCRP a una semana.  
Fuente: SBS y BCRP.

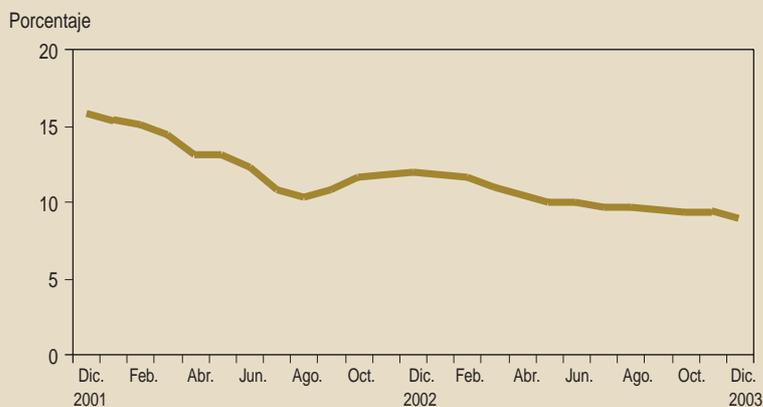
La tendencia decreciente de las tasas de interés activas en moneda nacional del sistema bancario continuó en 2003. Así, la tasa de interés para préstamos comerciales descendió de 11,9 por ciento en diciembre de 2002 a 8,9 por ciento en diciembre de 2003. En el mismo período, la tasa de los créditos para microempresas disminuyó

de 55,9 por ciento a 52,2 por ciento y para préstamos de consumo de 45,2 por ciento a 40,9 por ciento.

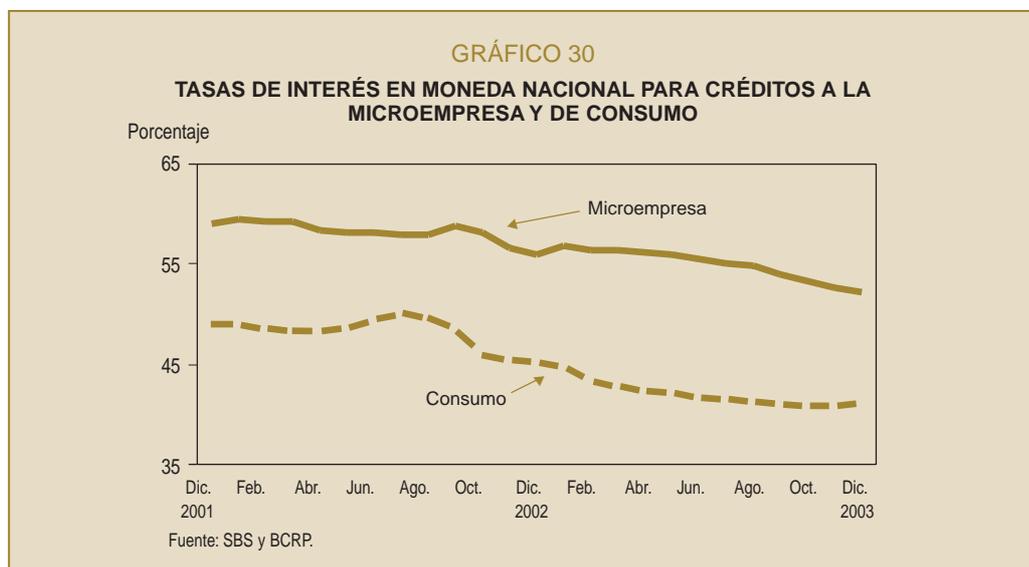
Siguiendo la reducción de las tasas de referencia de la política monetaria, los rendimientos de los Certificados de Depósito del Banco Central (CDBCRP) para

GRÁFICO 29

TASA DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL PARA CRÉDITOS COMERCIALES

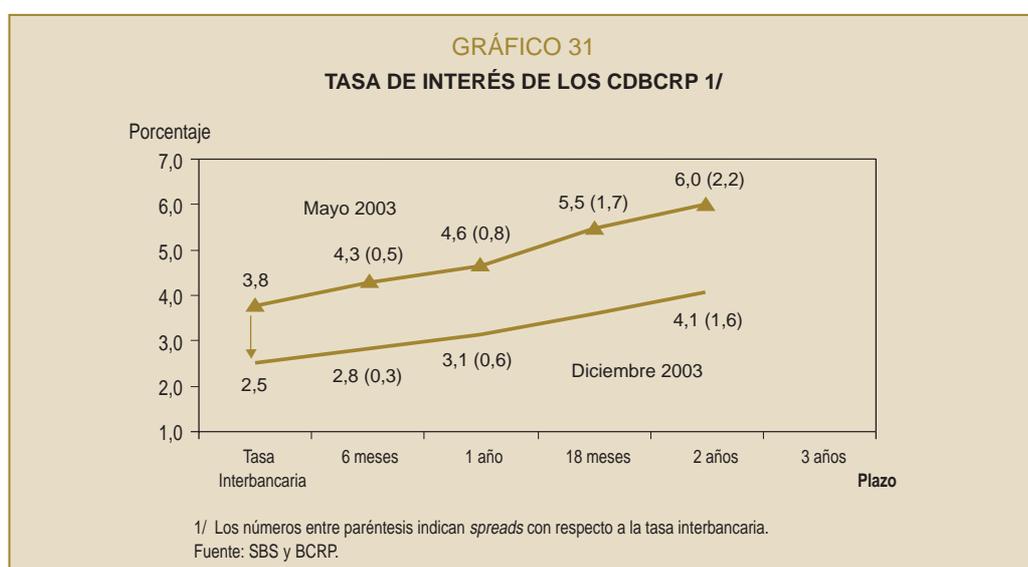


Fuente: SBS y BCRP.



diferentes plazos registraron disminuciones en la segunda mitad del año 2003. Así, el rendimiento del CDBCRP para plazos menores o iguales a un año registró un descenso de 1,5 puntos porcentuales entre mayo y diciembre, similar al de la tasa interbancaria (1,3 puntos porcentuales), mientras que la tasa del CDBCRP a 2 años

se redujo en aproximadamente 2 puntos porcentuales en este período. El desplazamiento hacia abajo de la curva de rendimientos refleja las expectativas de menores tasas de interés para los diferentes plazos por parte de los agentes económicos, como resultado de la mayor credibilidad de la política monetaria del Banco Central.





El saldo de CDBCRP se incrementó a lo largo del año 2003, pasando de S/. 1 635 millones (24 por ciento de la emisión primaria) en diciembre de 2002 a S/. 4 097 millones (55 por ciento de la emisión primaria) al cierre de 2003. En este contexto, se han ampliado los plazos de los CDBCRP hasta 3 años, para diversificar sus vencimientos, y se han realizado colocaciones fungibles para incentivar una mayor liquidez de estos títulos. Así, mientras que a diciembre de 2002 el plazo de certificados a plazos mayores o iguales a un año era de

S/. 380 millones, al cierre de 2003 el saldo de CDBCRP a estos plazos fue de S/. 3 095 millones. A pesar del aumento del plazo promedio de estos certificados, la tasa de interés promedio del saldo de los mismos ha disminuido de 4,7 a 3,9 por ciento, como reflejo de la caída de la tasa interbancaria.

Por su parte, las tasas de interés en dólares continuaron la trayectoria decreciente observada desde 2001, como respuesta a la evolución de las tasas de interés internacionales. Así, la tasa LIBOR a tres meses se redujo de 1,4 por ciento en diciembre de 2002 a 1,2 por ciento en diciembre de 2003.

CUADRO 50		
SALDO DE CDBCRP POR PLAZO		
(Millones de nuevos soles)		
	Dic. 2002	Dic. 2003
Hasta 18 semanas	130	32
Entre 4 y 6 meses	565	790
7 y 9 meses	560	180
1 año y 18 meses	380	2 280
2 y 3 años	0	815
<b>Total</b>	<b>1 635</b>	<b>4 097</b>
Tasa de interés promedio del saldo de CDBCRP	4,7%	3,9%

Fuente: BCRP.

### 3. Agregados monetarios

#### Emisión y Circulante

En 2003, las tasas de crecimiento anual de los saldos promedios de la emisión primaria y el circulante alcanzaron 10 por ciento y 12 por ciento, respectivamente, menores a las registradas el año anterior.

CUADRO 51												
TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN DÓLARES												
(En porcentajes)												
	2001				2002				2003			
	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.
1. Interbancaria	8,6	5,0	4,1	2,1	2,1	2,2	1,9	2,2	2,4	1,5	1,1	1,1
2. Depósitos de ahorro	3,0	2,6	2,2	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
3. Activa preferencial	6,4	5,5	4,4	3,1	2,9	2,8	2,7	2,4	2,2	2,0	1,7	1,7
4. Activa promedio hasta 360 días	12,3	11,6	11,1	8,7	8,7	8,3	8,1	8,1	8,8	7,9	6,9	7,2
5. Libor (3 meses)	5,0	3,8	3,0	1,9	2,0	1,9	1,8	1,4	1,3	1,1	1,1	1,2

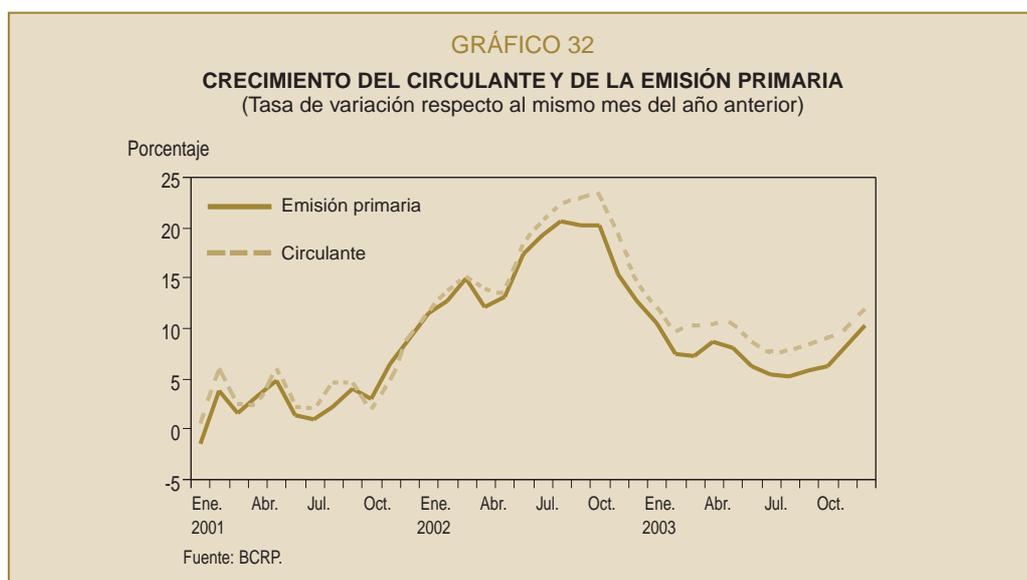
Fuente: SBS y BCRP.

No obstante, se observó un comportamiento diferenciado en la evolución de estas tasas durante el año. Así, las tasas de crecimiento anual de la emisión primaria y el circulante se desaceleraron entre enero y julio, siguiendo la tendencia decreciente observada desde octubre de 2002. La tasa de variación anual del circulante pasó de 23 por ciento en octubre de 2002 a 14 por ciento en diciembre del mismo año, y a 8 por ciento en julio de 2003. Esta disminución significativa se debió en parte a la elevación de tasas de interés en el segundo semestre de 2002 y al efecto estadístico de los mayores saldos en el año previo.

El saldo promedio de la emisión primaria, por su parte, registró una tasa de crecimiento anual de 20 por ciento en octubre de 2002 y de 13 por ciento en diciembre del mismo año, para luego descender hasta 5 por ciento en julio de 2003.

A partir de agosto, las tasas de crecimiento anual de la emisión primaria y el circulante retomaron la tendencia creciente observada entre fines de 2001 y octubre de 2002. Así, la tasa de variación anual promedio del circulante pasó de 8 por ciento en julio a 12 por ciento en diciembre. El saldo promedio de emisión primaria, por su parte, registró una tasa de crecimiento anual de 5 por ciento en agosto, para luego aumentar hasta 10 por ciento en diciembre.

La proyección de crecimiento del saldo promedio de emisión primaria difundida en el Reporte de Inflación de Enero de 2003 fue 8,0 por ciento. Esto consideraba un crecimiento del PBI nominal de 6,8 por ciento (4,0 por ciento en términos reales), la reducción de la velocidad de circulación monetaria en 3,5 por ciento y un incremento del multiplicador bancario en 2,5 por ciento.





En la ejecución se observó un crecimiento ligeramente menor del saldo promedio de la emisión primaria (de 15,8 a 7,4 por ciento) asociado a un mayor

multiplicador bancario (de 1,1 a 3,1 por ciento) y a una menor caída de la velocidad de circulación (de -9,9 a -3,4 por ciento).

CUADRO 52

## LIQUIDEZ PROMEDIO EN SOLES DEL SISTEMA BANCARIO

(Variaciones porcentuales anuales promedio)

	Deflactor del PBI	Variación del PBI		Liquidez en moneda nacional	Velocidad de circulación	Componentes de la oferta monetaria	
		Real	Nominal			Emisión	Multiplicador
2001	1,3	0,3	1,6	6,9	-5,0	3,2	3,6
2002	0,6	4,9	5,5	17,0	-9,9	15,8	1,1
2003	2,7	4,1	6,9	10,7	-3,4	7,4	3,1

Fuente: BCRP.

CUADRO 53

## FUENTES DE VARIACIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA

(Millones de nuevos soles)

	2001	2002	2003
<b>I. OPERACIONES CAMBIARIAS</b>	<b>450</b>	<b>436</b>	<b>3 465</b>
<i>(Millones de US\$)</i>	<i>135</i>	<i>128</i>	<i>998</i>
1. Compras netas en Mesa de Negociación	487	- 133	3 645
2. Sector público	- 35	558	- 177
– Deuda externa	- 107	0	0
3. Otros	- 2	11	- 3
<b>II. OPERACIONES MONETARIAS</b>	<b>- 5</b>	<b>236</b>	<b>-2 783</b>
1. Sector público y Banco de la Nación	125	- 81	- 921
2. Sistema financiero	0	170	-170
3. Valores BCRP	- 480	- 114	-2 143
4. Otros	350	261	450
<b>III. TOTAL</b>	<b>445</b>	<b>672</b>	<b>682</b>
Variación % fin de período	7,9	11,0	10,1
Variación % promedio del período	3,2	15,8	7,4
<b>Nota:</b>			
<b>SALDOS AL CIERRE DEL AÑO</b>			
Valores BCRP	1 840	1 944	4 097
Créditos de regulación monetaria	0	0	0
Depósitos sector público y Banco de la Nación	194	275	1 196
Emisión primaria	6 087	6 759	7 441

Fuente: BCRP.

El saldo de emisión primaria al cierre de año fue S/. 7 441 millones, mayor en S/. 682 millones (10,1 por ciento) al saldo de fines del 2002 (S/. 6 759 millones).

La principal fuente de expansión de la emisión primaria fueron las operaciones cambiarias (S/. 3 465 millones o US\$ 998 millones) correspondientes a las compras de dólares en Mesa de Negociación (S/. 3 645 millones ó US\$ 1 050 millones).

Las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario mediante compras en la Mesa de Negociación estuvieron dirigidas a moderar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, sin fijar niveles para esta última variable.

Por el lado de las operaciones monetarias del Banco Central, se realizaron colocaciones netas de valores del BCRP (CDBCRP) por S/. 2 143 millones para esterilizar el efecto de las operaciones cambiarias, lo que fue complementado por mayores depósitos del sector público (S/. 921 millones) y el vencimiento de repos (S/. 170 millones). Estas operaciones fueron parcialmente compensadas por el vencimiento de depósitos *overnight* de las empresas bancarias en el Banco Central (S/. 65 millones).

#### Reservas internacionales netas

Las reservas internacionales netas (RIN) del BCRP aumentaron por tercer año consecutivo, registrando un incre-

CUADRO 54  
FLUJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)  
(Millones de US\$)

	2001	2002	2003
<b>I. Operaciones cambiarias</b>	<b>135</b>	<b>128</b>	<b>998</b>
1. Mesa de Negociación	145	- 32	1 050
– Compras	203	95	1 050
– Ventas	-59	-127	0
2. Sector Público	- 9	157	- 51
– Compras	21	157	235
– Ventas	- 30	0	- 286
3. Otros	- 1	3	- 1
<b>II. Depósitos del sistema financiero y sector privado</b>	<b>245</b>	<b>185</b>	<b>- 488</b>
1. Empresas bancarias	183	103	- 361
2. Banco de la Nación	50	73	- 137
3. Otros	11	10	9
<b>III. Sector público</b>	<b>- 158</b>	<b>364</b>	<b>- 139</b>
<b>IV. Intereses netos</b>	<b>216</b>	<b>195</b>	<b>174</b>
<b>V. Otros</b>	<b>- 3</b>	<b>113</b>	<b>52</b>
<b>VI. TOTAL</b>	<b>433</b>	<b>985</b>	<b>596</b>

Fuente: BCRP.



mento de US\$ 596 millones en el 2003, tercer año consecutivo de incremento. Con ello se alcanzó un saldo de US\$ 10 194 millones, el que es equivalente a 15 meses de importaciones de bienes, 5 veces el saldo de emisión primaria y 67 por ciento de la liquidez total del sistema bancario.

El aumento de las RIN del BCRP obedeció principalmente a operaciones cambiarias por US\$ 998 millones, explicadas por compras de dólares en la Mesa de Negociación (US\$ 1 050 millones), lo que fue atenuado por ventas netas de dólares al sector público (US\$ 51 millones). Estas operaciones

fueron parcialmente compensadas por el retiro de depósitos de intermediarios financieros (US\$ 488 millones) y del sector público (US\$ 139 millones).

### Liquidez del sistema bancario

El saldo promedio de la liquidez total del sistema bancario mantiene un nivel de alrededor de 25 por ciento del PBI en los últimos 5 años. Este saldo pasó de 25,5 por ciento del PBI nominal en 2002 a 24,5 por ciento en 2003. Por su parte, la liquidez en soles registró un aumento de 8,5 por ciento a 8,8 por ciento del PBI entre 2002 y 2003.



### RECUADRO 10

#### EL PROCESO DE DESDOLARIZACIÓN

Durante los últimos años se ha registrado un proceso de desdolarización financiera. Así, el coeficiente de dolarización de los pasivos monetarios del sistema bancario ha pasado de 70 por ciento en 2000 a 62 por ciento en 2003. Una evolución similar ha ocurrido con el grado de dolarización del crédito al sector privado.

**RATIOS DE DOLARIZACIÓN**

(En porcentaje)

Año	Liquidez del sistema bancario	Crédito al sector privado del sistema financiero	Crédito al sector privado del sistema
2000	70	82	81
2001	67	80	78
2002	65	79	76
2003	62	77	73

En este período se ha observado un mayor dinamismo de los créditos en soles del sistema financiero, con tasas de crecimiento anual entre 10 y 12 por ciento en los últimos 3 años. Por instituciones financieras, destacan las de microfinanzas (con tasas de crecimiento anual de 26 y 33 por ciento, en los años 2002 y 2003, respectivamente) y los inversionistas institucionales en el último año (tasa de crecimiento de 32 por ciento). En contraste al mayor dinamismo de los créditos en soles, el crédito en dólares ha disminuido a tasas anuales entre 2 y 3 por ciento en este período.

El proceso de desdolarización financiera ha sido favorecido por el esquema de Metas Explícitas de Inflación a través de dos mecanismos. En primer lugar, una inflación baja y estable, consistente con su nivel meta, contribuye a una mayor demanda de la moneda nacional como depósito de valor. El segundo mecanismo consiste en una mayor estabilidad y predictibilidad de la tasa de interés interbancaria, lo que ha facilitado la formación del resto de tasas de interés en soles, y por ende, ha incentivado la mayor intermediación financiera en nuestra moneda.

Cabe precisar que la reducción de la tasa de interés interbancaria en los últimos años ha inducido la reducción del resto de tasas activas en soles, lo que a su vez ha permitido la reducción del diferencial de tasas en moneda nacional y moneda extranjera. Ello ha incentivado una mayor demanda por crédito en moneda nacional.

**DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS ACTIVAS EN MONEDA NACIONAL Y MONEDA EXTRANJERA**

(En porcentaje)

Año	Préstamos hasta 360 días		Diferencial
	Soles	Dólares	
2000	26,5	11,9	14,6
2001	17,5	8,7	8,5
2002	14,8	8,1	6,7
2003	14,0	7,2	6,8

Otra fuente que ha contribuido a la desdolarización financiera ha sido el surgimiento de una curva de rendimientos en soles nominales hasta en plazos de 6 años por parte del Tesoro Público, que está sirviendo como referencia (*benchmark*) para la emisión de títulos privados a plazos cada vez mayores. Este desarrollo del mercado de bonos en moneda nacional a plazos cada vez mayores ha sido favorecido por la adopción del esquema de Metas de Inflación que garantiza una inflación baja y estable en el largo plazo.

De esta forma, dentro del portafolio de instrumentos de renta fija del sector privado, los instrumentos denominados en moneda nacional han pasado a representar 34 por ciento del total en 2003, frente a un 22 por ciento en 2000. Cabe mencionar que la participación de los bonos nominales en soles dentro del saldo total de bonos en moneda nacional ha venido aumentando notablemente en los últimos años.

**COMPOSICIÓN DE INSTRUMENTOS PRIVADOS DE RENTA FIJA 1/**

(En porcentaje)

Año	Moneda Nacional			Moneda extranjera
	Nominal	VAC	Total	
1999	1	22	23	77
2000	2	20	22	78
2001	11	18	28	72
2002	13	17	30	70
2003	16	18	34	66

1/ Incluye bonos e instrumentos de corto plazo emitidos por instituciones financieras privadas.



### Crédito

Durante el año 2003, se observó, por cuarto año consecutivo, un crecimiento del crédito en soles y una reducción del crédito en dólares. Así, el crédito en soles del sistema financiero al sector privado, definido como préstamos a hogares y empresas privadas, más la adquisición de bonos y papeles comerciales emitidos por empresas privadas, tuvo un crecimiento anual de 11,9 por ciento, mientras que el crédito en dólares se redujo 3,4 por ciento. La expansión del crédito en soles (S/. 1 576 millones) correspondió principalmente a las entidades especializadas en microfinanzas (S/. 740 millones), los inversionistas institucionales (S/. 527 millones) y a las empresas bancarias (S/. 380 millones).

Por su parte, la caída del crédito en dólares del año 2003 (US\$ 407 millones)

correspondió a las empresas bancarias (US\$ 562 millones) y empresas de *leasing* y otros (US\$ 221 millones), reducción que prevaleció sobre la expansión del crédito de las instituciones de microfinanzas (US\$ 101 millones) e inversionistas institucionales (US\$ 291 millones).

El crédito del sistema bancario al sector privado mantuvo su tendencia decreciente de los últimos años, lo que reflejaría el efecto sustitución del financiamiento directo del mercado de capitales y el proceso de ventas de cartera o castigos de créditos irrecuperables de colocaciones efectuadas en años anteriores. Cabe precisar, además, la mayor competencia de otros intermediarios financieros no bancarios, tales como las cajas municipales y las empresas financieras especializadas en los segmentos de crédito a microfinanzas y consumo.



**CUADRO 55**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DEL SISTEMA**  
**FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA NACIONAL**

	Saldos en millones de nuevos soles			Variaciones porcentuales	
	Dic.01	Dic.02	Dic.03	2002	2003
Empresas bancarias 1/	7 642	7 841	8 221	2,6	4,9
Banco de la Nación	222	434	511	95,6	17,6
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>2 214</b>	<b>2 926</b>	<b>3 666</b>	<b>32,2</b>	<b>25,3</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	431	593	730	37,8	23,0
Cajas municipales	600	848	1 083	41,2	27,7
Cajas rurales	83	135	181	62,6	33,9
Cooperativas	329	381	459	15,7	20,7
Edpymes	105	130	172	24,1	31,8
Empresas financieras	667	840	1 042	25,9	24,1
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>1 688</b>	<b>1 653</b>	<b>2 180</b>	<b>-2,1</b>	<b>31,9</b>
AFPS	1 157	1 102	1 449	-4,7	31,5
Empresas de seguros	497	493	568	-0,7	15,1
Fondos mutuos	34	58	163	68,4	182,5
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>247</b>	<b>393</b>	<b>247</b>	<b>59,1</b>	<b>37,2</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>12 014</b>	<b>13 248</b>	<b>14 824</b>	<b>10,3</b>	<b>11,9</b>

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

2/ Corresponde principalmente a títulos valores emitidos por el sector privado.

Fuente: SBS y BCRP.

**CUADRO 56**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DEL SISTEMA**  
**FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA EXTRANJERA**

	Saldos en millones de US\$			Variaciones porcentual	
	Dic.01	Dic.02	Dic.03	2002	2003
Empresas bancarias 1/	10 294	9 971	9 409	-3,1	-5,6
Banco de la Nación	36	36	22	-0,4	-38,1
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>428</b>	<b>410</b>	<b>511</b>	<b>-4,1</b>	<b>24,5</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	145	78	87	-46,5	11,4
Cajas municipales	74	111	186	50,1	66,9
Cajas rurales	46	44	48	-5,5	8,8
Cooperativas	85	101	116	19,0	15,4
Edpymes	21	31	40	49,2	28,0
Empresas financieras	56	45	34	-19,3	-24,2
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>653</b>	<b>800</b>	<b>1 091</b>	<b>22,7</b>	<b>36,2</b>
AFPS	330	445	517	34,9	16,2
Empresas de seguros	33	37	60	12,0	59,7
Fondos mutuos	290	318	514	10,0	61,4
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>915</b>	<b>858</b>	<b>637</b>	<b>-6,2</b>	<b>-25,8</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>12 326</b>	<b>12 077</b>	<b>11 670</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,4</b>

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

2/ Corresponde principalmente a títulos valores emitidos por el sector privado.

Fuente: SBS y BCRP.

Durante 2003, el crédito total del sistema bancario al sector privado disminuyó 4,5 por ciento en términos nominales. En moneda nacional creció 5,1 por ciento (S/. 493 millones), mientras que el crédito en moneda extranjera disminuyó 5,8 por ciento (US\$ 593 millones), registrándose con

ello una disminución de su saldo por quinto año consecutivo. Como consecuencia de esta evolución, el coeficiente del crédito total del sistema bancario sobre el PBI nominal pasó de 23,3 por ciento en 2002 a 21,0 por ciento en 2003, nivel de intermediación similar a 1997.



Por componentes de los créditos bancarios, la reducción del saldo agregado ha correspondido a la categoría de los créditos comerciales, mientras que se ha observado un importante dinamismo de los créditos destinados al financiamiento de la pequeña y microempresa, las colocaciones para consumo y los créditos hipotecarios. En efecto, los segmentos de mercado más activos durante el año 2003 correspondieron a los préstamos para la microempresa (19,0 por ciento), los créditos de consumo (16,2 por ciento) y el crédito hipotecario (13,3 por ciento); mientras que los préstamos comerciales

disminuyeron 12,1 por ciento. El crecimiento de los créditos hipotecarios de la banca en los dos últimos años, que ha pasando de 9,7 por ciento del total de colocaciones en 2001 a 12,8 por ciento en 2003, obedecería al mayor financiamiento del Fondo Mivivienda. Así, el saldo de créditos del Fondo Mivivienda a la banca en moneda nacional pasó de S/. 45 millones en 2001 a S/. 65 millones en 2002 y a S/. 86 millones al cierre de 2003, mientras que en moneda extranjera pasó de US\$ 17 millones en 2001 a US\$ 75 millones en 2002 y a US\$ 186 millones al cierre de 2003.

CUADRO 57  
CRÉDITOS DIRECTOS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS

	Millones de nuevos soles			Variación porcentual	
	2001	2002	2003	2002	2003
Comercial	29 001	29 419	25 871	1,4	-12,1
Microempresa	927	866	1 031	-6,6	19,0
Consumo	3 156	3 567	4 144	13,0	16,2
Hipotecario	3 554	4 041	4 577	13,7	13,3
<b>TOTAL</b>	<b>36 638</b>	<b>37 893</b>	<b>35 623</b>	<b>3,4</b>	<b>-6,0</b>

Fuente: SBS.

En términos de flujos, el crédito del sistema bancario al sector privado en moneda nacional pasó de una variación de S/. 639 millones en 2002 a una variación de S/. 493 millones en 2003. Esta expansión correspondió al aumento del crédito al sector privado de las empresas bancarias en S/. 384 millones y del Banco de la Nación en S/. 76 millones, principalmente por los préstamos de consumo a trabajadores y pensionistas del

sector público. De otro lado, el financiamiento en moneda extranjera del sector bancario pasó de una variación negativa de US\$ 384 millones en 2002 a una variación negativa de US\$ 593 millones en 2003. Este resultado obedeció principalmente a la disminución del crédito en dólares otorgado por las empresas bancarias de US\$ 581 millones, y en menor medida, por el Banco de la Nación en US\$ 14 millones.

**CUADRO 58**  
**FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO DE LAS EMPRESAS BANCARIAS AL SECTOR PRIVADO <sup>1/</sup>**  
(Millones de nuevos soles)

	Saldos <sup>2/</sup>			Flujos <sup>3/</sup>		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
<b>FLUJO DEL CRÉDITO TOTAL AL SECTOR PRIVADO</b>	<b>44 855</b>	<b>44 668</b>	<b>42 535</b>	<b>-1 263</b>	<b>-926</b>	<b>-1 635</b>
A. Moneda nacional	8 727	9 152	9 536	76	425	384
B. Moneda extranjera	36 128	35 515	32 999	-1 338	-1 351	-2 019
<b>(Millones de US\$)</b>	<b>10 502</b>	<b>10 118</b>	<b>9 537</b>	<b>-381</b>	<b>-384</b>	<b>-581</b>
1. <u>Depósitos del sector privado</u>	<u>42 568</u>	<u>44 629</u>	<u>43 506</u>	<u>2 035</u>	<u>1 400</u>	<u>-648</u>
A. Moneda nacional	10 055	11 066	11 275	1 266	1 011	209
B. Moneda extranjera	32 513	33 563	32 231	769	390	-857
<b>(Millones de US\$)</b>	<b>9 451</b>	<b>9 562</b>	<b>9 315</b>	<b>219</b>	<b>111</b>	<b>-247</b>
2. <u>Depósitos del sector público no financiero</u>	<u>5 575</u>	<u>5 590</u>	<u>5 389</u>	<u>416</u>	<u>-18</u>	<u>-178</u>
A. Moneda nacional	3 947	3 893	3 763	376	-54	-130
B. Moneda extranjera	1 628	1 697	1 626	40	37	-47
<b>(Millones de US\$)</b>	<b>473</b>	<b>484</b>	<b>470</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>-14</b>
3. <u>Pasivos externos netos <sup>4/</sup></u>	<u>882</u>	<u>-574</u>	<u>-1 053</u>	<u>-1 896</u>	<u>-1 477</u>	<u>-490</u>
A. Moneda nacional	0	0	0	0	0	0
B. Moneda extranjera	882	-574	-1 053	-1 896	-1 477	-490
<b>(Millones de US\$)</b>	<b>256</b>	<b>-163</b>	<b>-304</b>	<b>-540</b>	<b>-420</b>	<b>-141</b>
4. <u>Financiamiento Neto de COFIDE</u>	<u>1 561</u>	<u>1 171</u>	<u>867</u>	<u>-429</u>	<u>-419</u>	<u>-289</u>
A. Moneda nacional	174	73	49	-190	-101	-24
B. Moneda extranjera	1 387	1 099	819	-240	-317	-265
<b>(Millones de US\$)</b>	<b>403</b>	<b>313</b>	<b>237</b>	<b>-68</b>	<b>-90</b>	<b>-76</b>
5. <u>Banco Central de Reserva <sup>5/</sup></u>	<u>-12 181</u>	<u>-12 895</u>	<u>-12 938</u>	<u>-1 079</u>	<u>-508</u>	<u>-190</u>
A. Moneda nacional	-2 050	-2 197	-3 643	-339	-147	-1 445
B. Moneda extranjera	-10 132	-10 698	-9 296	-740	-361	1 255
<b>(Millones de US\$)</b>	<b>-2 945</b>	<b>-3 048</b>	<b>-2 687</b>	<b>-211</b>	<b>-103</b>	<b>361</b>
6. <u>Banco de la Nación</u>	<u>-250</u>	<u>-205</u>	<u>-7</u>	<u>-387</u>	<u>45</u>	<u>198</u>
A. Moneda nacional	-255	-209	-11	-344	46	198
B. Moneda extranjera	5	5	4	-44	-1	0
<b>(Millones de US\$)</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
7. <u>Crédito al Gobierno Central - Bonos Soberanos</u>	<u>-1 479</u>	<u>-1 979</u>	<u>-1 980</u>	<u>-1 476</u>	<u>-478</u>	<u>-17</u>
A. Moneda nacional	-393	-744	-1 035	-393	-352	-290
B. Moneda extranjera	-1 087	-1 235	-946	-1 084	-127	273
<b>(Millones de US\$)</b>	<b>-316</b>	<b>-352</b>	<b>-273</b>	<b>-309</b>	<b>-36</b>	<b>79</b>
8. <u>Resto <sup>6/</sup></u>	<u>8 180</u>	<u>8 930</u>	<u>8 751</u>	<u>1 554</u>	<u>529</u>	<u>-21</u>
A. Moneda nacional	-2 751	-2 728	-862	-301	23	1 866
B. Moneda extranjera	10 931	11 658	9 613	1 855	505	-1 887
<b>(Millones de US\$)</b>	<b>3 178</b>	<b>3 321</b>	<b>2 778</b>	<b>529</b>	<b>144</b>	<b>-543</b>

1/ La definición de sector privado en las estadísticas bancarias no sólo considera las operaciones con las empresas y los hogares, sino también con las instituciones financieras no bancarias.

2/ Los saldos negativos corresponden a cuentas netas activas.

3/ El signo positivo indica una fuente. Los flujos están aislados del efecto contable por variaciones del tipo de cambio.

4/ De corto y largo plazo.

5/ Expresadas en términos de obligaciones netas con el BCRP. En el caso de moneda nacional, se consideran activos como los fondos de encaje, las tenencias de CDBCRP o CDR y los depósitos *overnight*, descontados de pasivos como los créditos por regulación monetaria y las compras temporales de títulos valores (repos). En el caso de moneda extranjera, se incluyen los depósitos en dólares en el BCRP, descontado los créditos por regulación monetaria y las compras temporales de títulos valores (repos).

6/ Incluye capitalización de los bancos.

Fuente: SBS y BCRP.



Esta desdolarización del crédito de las empresas bancarias al sector privado reflejó, por un lado, la desdolarización de los depósitos del sector privado y por otro, la reducción del saldo de ventas netas *forward* de la banca (contratos de cobertura de riesgo cambiario) en US\$ 298 millones. Para compensar el aumento de la posición de cambio contable de las empresas bancarias (diferencia entre los activos y los pasivos en moneda extranjera) por este cambio de portafolio del sector privado, los bancos vendieron dólares en el mercado cambiario, parte de los cuales fueron adquiridos mediante las intervenciones del BCRP como comprador en este mercado. El aumento consecuente de los activos en soles de los bancos se registró tanto en mayores activos líquidos (mayores tenencias de CDBCRP por S/. 1 398 millones y de bonos soberanos en soles por S/. 290 millones), cuanto en créditos al sector privado en soles

(S/. 384 millones). En contrapartida se observó una reducción de los activos en dólares, como menores depósitos en el BCRP (US\$ 361 millones) y menores créditos al sector privado en dólares (US\$ 581 millones).

### Empresas bancarias

Siguiendo la tendencia iniciada en 2001, el año 2003 se caracterizó por la mejora de los principales indicadores financieros de las empresas bancarias. En particular, dicha mejora se reflejó tanto en los indicadores de rentabilidad bancaria (el indicador de rentabilidad sobre patrimonio pasó de 8,4 por ciento en diciembre de 2002 a 10,9 por ciento en diciembre de 2003) cuanto en la calidad de la cartera de préstamos bancarios (la cartera atrasada sobre las colocaciones brutas al cierre de 2003 fue de 5,8 por ciento, el menor nivel en 6 años).



CUADRO 59

## INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS

	2001	2002	2003
Cartera atrasada <sup>1/</sup> / Colocaciones brutas	9,0	7,6	5,8
Provisión para colocaciones / Cartera atrasada	118,9	133,2	141,0
Rentabilidad sobre patrimonio	4,5	8,4	10,9

1/ La cartera atrasada incluye créditos vencidos y en cobranza judicial.  
Fuente: SBS.

A fines de febrero de 2003 se concluyó la absorción del Banco Santander Central Hispano por parte del Banco de Crédito. La decisión del Banco Santander de vender la integridad de sus acciones se hizo efectiva en noviembre de 2002, luego de que el Banco de Crédito lanzara una oferta pública de adquisición de acciones de la filial peruana del Banco Santander por un valor aproximado de US\$ 50 millones. Luego de finalizada la absorción, el número de empresas bancarias se redujo a catorce bancos.

En mayo la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) aprobó el nuevo Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones, que introduce cambios a la política de provisiones y la administración del riesgo crediticio, así como adecua la clasificación del deudor y la exigencia de provisiones con las nuevas recomendaciones y prácticas internacionales. La norma da prioridad a la clasificación de riesgo del deudor sobre la base de su capacidad de pago, la que a su vez depende de su flujo de caja y del grado de cumplimiento de sus obligaciones con el sistema financiero. Se establece que la clasificación del deudor

deberá considerar expresamente los posibles efectos de los riesgos financieros relacionados a los descálces en monedas, plazos y tasas de interés de los estados financieros del deudor y que pueden repercutir en su capacidad de pago. Otro aspecto resaltante del nuevo Reglamento es que las entidades del sistema financiero podrán usar modelos internos para medir el riesgo de su cartera de créditos normal, buscando que perfeccionen los mismos con miras a la aplicación de las recomendaciones de Basilea II en 2006.

En octubre la SBS aumentó el límite de la posición corta en moneda extranjera de las entidades financieras, de 2,5 a 5 por ciento del patrimonio efectivo. Con ello, a partir del 1 de enero de 2004 las posiciones globales de sobreventa y de sobrecompra no pueden exceder el 5 y el 100 por ciento del patrimonio efectivo, respectivamente. La posición global de sobrecompra se define como la diferencia entre los totales de activos y de pasivos en dólares, incluyendo en dicha definición las posiciones de las compras netas a futuro de moneda extranjera en productos derivados como *forward*, *swaps* y futuros de monedas.



#### 4. Ahorro financiero y mercado de capitales

Durante el año 2003, el ahorro financiero, que incluye el total de obligaciones del sistema financiero con el sector privado excepto el dinero, aumentó como porcentaje del PBI de 27,6 a 28,5 por ciento.

**CUADRO 60**  
**AHORRO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

	Moneda Nacional	TOTAL
1994	2,5	12,7
1995	3,3	13,9
1996	4,4	17,5
1997	5,2	19,8
1998	6,3	22,2
1999	7,1	24,7
2000	7,9	25,4
2001	9,1	26,7
2002	10,6	27,6
2003	12,2	28,5

Fuente: BCRP.

**CUADRO 61**  
**AHORRO FINANCIERO POR INSTITUCIÓN**

	Millones de nuevos soles de diciembre de 2003			Variaciones porcentuales	
	2001	2002	2003	2002	2003
<b>I. MONEDA NACIONAL</b>	<b>20 005</b>	<b>23 694</b>	<b>29 516</b>	<b>18,4</b>	<b>24,6</b>
1. Sistema bancario	5 563	5 932	5 652	6,6	-4,7
2. Sistema no bancario	14 441	17 762	23 864	23,0	34,3
Cajas municipales de ahorro y crédito	320	415	646	29,9	55,5
Cajas rurales de ahorro y crédito	73	101	146	39,0	44,9
Cooperativas de ahorro y crédito	315	378	439	20,0	16,0
Empresas de arrendamiento financiero	0	6	13	n.a.	125,2
Empresas financieras	145	93	28	-35,9	-70,3
Fondos privados de pensiones	12 894	16 202	21 844	25,7	34,8
Fondos mutuos	509	365	533	-28,3	45,9
Seguros	181	199	214	9,9	7,3
Resto	3	2	3	33,3	50,0
<b>II. MONEDA EXTRANJERA 1/</b>	<b>33 939</b>	<b>35 168</b>	<b>34 672</b>	<b>3,6</b>	<b>-1,4</b>
1. Sistema bancario	29 209	28 998	27 438	-0,7	-5,4
2. Sistema no bancario	4 730	6 170	7 234	30,4	17,3
Cajas municipales de ahorro y crédito	435	595	697	36,8	17,1
Cajas rurales de ahorro y crédito	91	127	140	40,4	10,5
Cooperativas de ahorro y crédito	453	483	521	6,6	7,8
Empresas de arrendamiento financiero	89	222	269	150,6	20,8
Empresas financieras	4	3	3	-13,4	-3,3
Fondos mutuos	3 334	4 379	5 219	31,4	19,2
Seguros	325	357	384	9,9	7,4
<b>III. TOTAL</b>	<b>53 944</b>	<b>58 862</b>	<b>64 188</b>	<b>9,1</b>	<b>9,0</b>

1/ Valuada al tipo de cambio promedio compra y venta de fin de periodo.

Fuente: BCRP.

Continuando la tendencia de los años anteriores, este crecimiento fue liderado por el componente en soles que aumentó 24,6 por ciento contra una caída de 1,4 por ciento del componente en dólares. Como porcentaje del PBI, el ahorro financiero en soles aumentó de 10,6 por

ciento a 12,2 por ciento. El elemento más importante fueron los fondos privados de pensiones, que crecieron 34,8 por ciento en términos reales hasta alcanzar un valor equivalente a 10,4 por ciento del PBI. Al cierre del año, estos fondos representaron el 34 por ciento del ahorro

financiero total y el 74 por ciento del ahorro financiero en soles.

Por su parte, el ahorro financiero en dólares en términos reales se redujo en 1,4 por ciento por la caída de las obligaciones de los bancos (5,4 por ciento en términos reales), compensado parcialmente por el crecimiento de los fondos mutuos (19,2 por ciento en términos reales).

### Mercado primario

Durante el año 2003, el saldo promedio de bonos colocados mediante oferta pública se expandió 18,5 por ciento en

términos reales, alcanzando un monto equivalente a 5,4 por ciento del PBI. Este crecimiento se explica mayormente por las emisiones de bonos corporativos y del Tesoro Público. Así, el saldo de bonos corporativos creció 41,9 por ciento en términos reales con relación al año previo mientras que el saldo de valores del sector público (incluido los bonos de COFIDE) creció 26,6 por ciento. En contraste, el saldo de bonos emitidos por empresas financieras experimentó una caída, particularmente en los bonos de arrendamiento financiero (27,8 por ciento de reducción en términos reales), debido a la disminución de este tipo de créditos.

CUADRO 62  
MERCADO DE BONOS 1/

	Millones de nuevos soles de diciembre de 2003			Variaciones porcentuales	
	2001	2002	2003	2002	2003
<b>Por Tipo</b>	<b>10 247</b>	<b>10 876</b>	<b>12 892</b>	<b>6,1</b>	<b>18,5</b>
Sector Público 2/	1 671	2 338	2 961	39,9	26,6
Arrendamiento Financiero	2 883	2 368	1 709	-17,9	-27,8
Subordinados	996	907	1 034	-8,9	14,1
Hipotecarios	90	108	104	20,6	-4,2
De Titulización	897	889	1 029	-0,9	15,8
Corporativos	3 711	4 266	6 055	15,0	41,9
<b>Por Plazo</b>	<b>10 247</b>	<b>10 876</b>	<b>12 892</b>	<b>6,1</b>	<b>18,5</b>
Hasta 3 años	2 976	3 509	3 779	17,9	7,7
Más de 3 años, hasta 5 años	3 536	3 157	3 391	-10,7	7,4
Más de 5 años	3 736	4 210	5 722	12,7	35,9
<b>Participación porcentual por monedas</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>		
Moneda Extranjera	63,3	58,0	53,4		
Moneda Nacional	36,7	42,0	46,6		
- Nominales	17,4	24,0	27,7		
- Indexados	19,3	18,1	18,9		
<b>Nota:</b>					
Total de bonos como porcentaje del PBI	4,7	5,3	5,4		

1/ Incluye sólo colocaciones de ofertas públicas.

2/ Comprende los bonos soberanos colocados por oferta pública y los bonos de COFIDE.

Fuente: Conasev y BCRP.



La estructura de plazos por emisión se amplió durante 2003. Así, en términos de saldo, los bonos que más crecieron fueron aquellos emitidos a más de 5 años (35,9 por ciento de expansión real con relación al año previo) mientras que el saldo de bonos emitidos a plazos entre 3 y 5 años creció 7,4 por ciento y el saldo de bonos emitidos a menos de 3 años creció 7,7 por ciento.

Por monedas, los bonos en soles aumentaron su participación sobre el total de 42 a 47 por ciento, destacando la emisión de bonos nominales que pasaron de 24 a 28 por ciento.

El entorno de estabilidad macro-económica, las bajas tasas de interés

internacionales y el exceso de demanda por títulos por parte de los inversionistas institucionales permitieron la reducción de las tasas de interés en soles y en dólares en casi todos los plazos de la curva de rendimientos. Así, la tasa promedio de los bonos en soles del sector privado y el gobierno emitidos a tres años o menos se redujo de 7,2 por ciento el año 2002 a 5,5 por ciento el 2003. Similar evolución se observó en las tasas de interés en dólares con una reducción de alrededor de 1,5 puntos porcentuales. Asimismo, se colocaron por primera vez bonos nominales en soles con plazos de 5 años, emitidos por el Tesoro Público y seguidos posteriormente por el sector privado.

CUADRO 63  
EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS 1/ 2/  
(Tasas efectivas anuales)

	2001	2002	2003
<b>Bonos en moneda nacional (nominales)</b>	<b>12,3</b>	<b>7,0</b>	<b>5,6</b>
Hasta 3 años	12,3	7,2	5,5
Más de 3 años, hasta 5 años	-,-	-,-	6,4
<b>Bonos en moneda nacional (VAC) 3/</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>
Hasta 3 años	-,-	-,-	-,-
Más de 3 años, hasta 5 años	7,2	6,8	6,6
Más de 5 años	8,2	7,6	5,4
<b>Bonos en moneda extranjera</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>
Hasta 3 años	7,5	5,9	3,7
Más de 3 años, hasta 5 años	8,1	5,3	4,0
Más de 5 años	6,9	7,5	6,0

1/ Las cifras indican el promedio de las tasas efectivas anuales de las colocaciones efectuadas durante el periodo.

2/ Comprende los bonos soberanos colocados por oferta pública y los bonos de COFIDE.

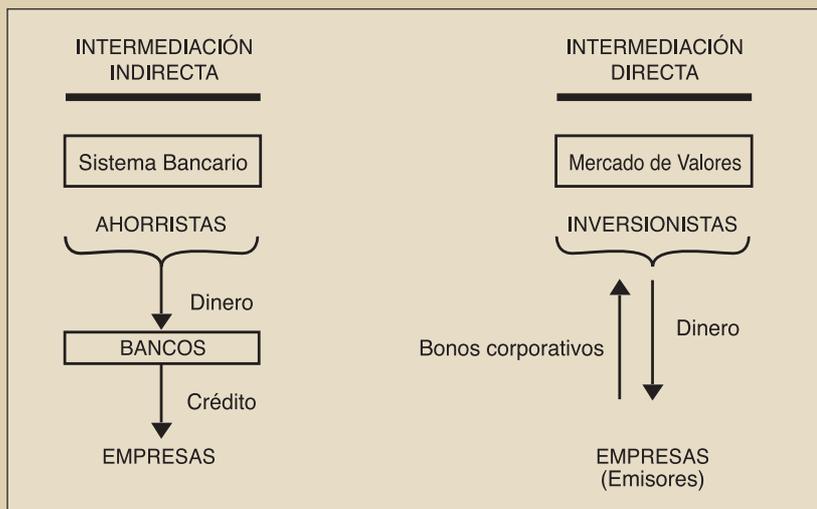
3/ Unidad indexada a la inflación.

Fuente: CONASEV y BCRP.

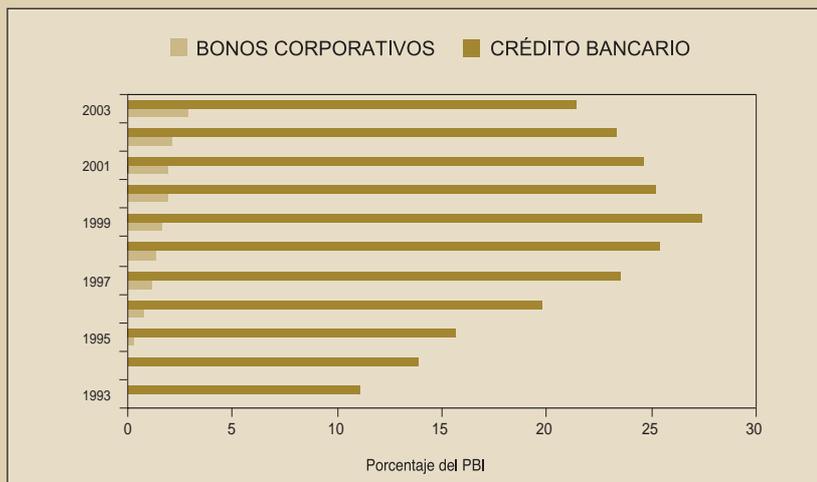
RECUADRO 11

MERCADO DE BONOS CORPORATIVOS

A diferencia de los bonos de arrendamiento financiero, hipotecarios o subordinados que son emitidos por instituciones financieras, los bonos corporativos son emitidos directamente por las empresas no financieras. Esta alternativa de financiamiento permite reducir su costo financiero, especialmente cuando se trata de montos mayores.



En los últimos años, el saldo de bonos corporativos ha tenido un crecimiento importante, pasando de US\$ 154 millones (0,6 por ciento del PBI) en 1998 a US\$ 1 976 millones (2,9 por ciento del PBI) en el 2003. Asimismo, como porcentaje del crédito bancario, el financiamiento en el mercado de bonos pasó de 0,13 por ciento en 1993 a 13,5 por ciento en el 2003.



En nuestro país, existe una demanda potencial muy grande de bonos corporativos y en general de títulos valores por parte de inversionistas institucionales (fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros), que sólo podrá ser atendida en la medida en que se incorporen más emisores al mercado. Para ampliar la oferta de bonos corporativos se requiere principalmente una mejora en la cultura del buen gobierno corporativo, profundizar el mercado secundario de estos títulos y mejorar la seguridad jurídica de las obligaciones.



Cabe resaltar que a partir de marzo el gobierno reanudó las emisiones de bonos soberanos bajo el esquema de creadores de mercado, tras lo cual se reanudaron también las emisiones en soles del sector privado a tasas cada vez

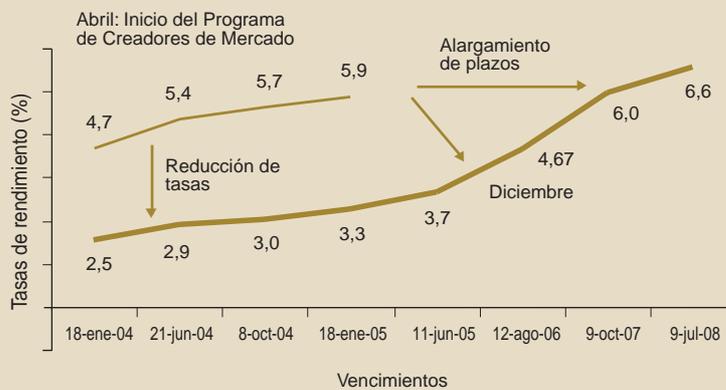
menores. En julio, el gobierno efectuó la primera emisión en soles nominales a 5 años adjudicándose una tasa efectiva de 9,69 por ciento. Hacia fines de año, dicha tasa se ubicaba a niveles de 6,55 por ciento.

**CUADRO 64**  
**EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE FONDOS SOBERANOS**  
(Tasas efectivas anuales)

	Set. 06	Ene. 05	Jun. 05	Ago. 06	Oct. 07	Jul. 08
<b>2003</b>						
Enero	--	--	--	--	--	--
Febrero	--	7,50	--	--	--	--
Marzo	--	6,80	--	--	--	--
Abril	--	5,90	--	--	--	--
Mayo	--	6,00	--	--	--	--
Junio	--	4,70	4,95	--	--	--
Julio	--	4,13	4,35	--	--	9,00
Agosto	--	3,67	3,95	4,62	--	7,70
Setiembre	4,33	3,65	3,95	4,27	--	6,77
Octubre	4,96	3,65	4,01	4,71	5,98	6,80
Noviembre	4,85	3,30	3,65	4,81	6,10	6,61
Diciembre	4,85	3,27	3,66	4,67	5,96	6,55

Fuente: DATATEC.

**GRÁFICO 36**  
**CURVA DE RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS 1/**



1/ Últimas tasas registradas en los mercados primario y/o secundario

RECUADRO 12

PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO

Para desarrollar un mercado de deuda pública doméstica (y en general un mercado de capitales) se requiere que los títulos sean líquidos. Un título líquido tiene un menor costo financiero ya que puede ser vendido fácilmente en el mercado secundario.

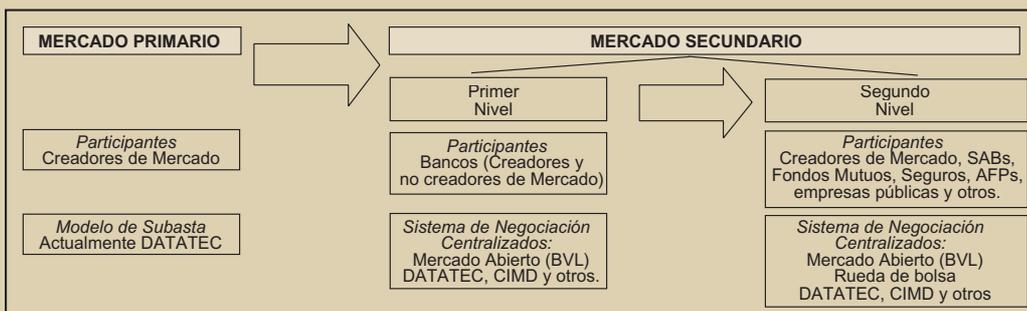
Para impulsar el desarrollo del mercado de bonos domésticos del Tesoro Público se sigue, desde marzo de 2003, un programa de creadores de mercado a cargo de algunos bancos seleccionados para este propósito. Bajo este programa, la colocación primaria de los bonos del Tesoro Público se adjudica a las instituciones designadas como creadores de mercado. Estas instituciones se comprometen a transar estos títulos de manera permanente en el mercado secundario. Este tipo de programas se ha utilizado en otros países para profundizar los mercados secundarios de los bonos del Tesoro Público. En nuestro caso, el monto promedio mensual transado se ha elevado de S/. 57 millones en el 2002 a S/. 459 millones en el 2003.

NEGOCIACIÓN SECUNDARIA DE BONOS SOBERANOS



El mercado secundario tiene dos niveles de negociación. Al primer nivel acceden sólo los bancos, creadores y no creadores de mercado, siempre y cuando estos últimos cumplan con cotizar ambas puntas en el horario establecido en el respectivo reglamento. Al segundo nivel acceden todas las instituciones financieras y las empresas públicas, ya sea a través de las Sociedades Agentes de Bolsa o directamente.

ARQUITECTURA DEL MERCADO DE BONOS SOBERANOS





## Mercado bursátil

Durante el transcurso del año, los rendimientos de los índices general y selectivo de la Bolsa de Valores de Lima fueron positivos en 75 y 81 por ciento, respectivamente, por el buen comportamiento que tuvieron las bolsas externas y los precios de los *commodities*. Así, el índice sectorial de mayor rendimiento fue el de acciones mineras que obtuvo 178 por ciento a consecuencia de la recuperación de los precios de los metales (oro, cobre, zinc) en el mercado internacional.

Los volúmenes transados tuvieron una reducción en términos reales de 23,5

por ciento frente al año anterior. En el segmento de renta variable, la disminución del monto negociado (22 por ciento) obedeció al efecto de la operación de compra de Backus por parte de Bavaria el 2002. En el segmento de renta fija, la reducción (25 por ciento) fue resultado de la mayor participación de los mercados extrabursátiles (principalmente DATATEC) en la negociación secundaria con bonos del Tesoro Público.

El valor de la capitalización bursátil aumentó en 23 por ciento en términos reales, alcanzando un monto equivalente a 23,6 por ciento del PBI.

CUADRO 65  
BOLSA DE VALORES

	2001	2002	2003	Variaciones porcentuales	
				2002	2003
<b>ÍNDICES (fin de periodo)</b>					
<b>(Diciembre 1991 = 100)</b>					
Índice General Bursátil	1 176,5	1 392,0	2 435,0	18,3	74,9
Índice Selectivo Bursátil	1 917,2	2 202,3	3 993,9	14,9	81,4
<b>MONTOS NEGOCIADOS</b>	<b>10 979</b>	<b>10 238</b>	<b>7 836</b>	<b>-6,7</b>	<b>-23,5</b>
(Millones de nuevos soles de diciembre de 2003)					
Renta Variable	4 226	5 055	3,963	19,6	-21,6
Renta Fija	6 752	5 183	3,873	-23,2	-25,3
<b>CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL</b>					
Millones de nuevos soles de diciembre de 2003	39 030	45 362	55 883	16,2	23,2
Millones de dólares	10 861	12 593	16 084	15,9	27,7
Porcentaje del PBI	20,0	20,7	23,6		

Fuente : Bolsa de Valores de Lima.

### Sistema privado de pensiones

Al 31 diciembre del año 2003, el valor del fondo privado de pensiones administrado por las Administradoras de Fondos de Pensiones ascendió a S/. 21 844 millones (US\$ 6 308 millones), monto que representó un incremento nominal de 38,7 por ciento respecto a fines de diciembre del año anterior. Con ello, la importancia del fondo privado de pensiones en la economía, medida en términos del PBI, pasó de 7,9 por ciento en 2002 a 10,3 por ciento del PBI en 2003.

Al culminar diciembre, el sistema privado de pensiones contaba con 3,2 millones de afiliados (28,2 por ciento de la Población Económicamente Activa), logrando con ello un incremento de 6,7 por ciento respecto al año anterior. Por su parte, la proporción de cotizantes (afiliados cuyos empleadores realizan efectivamente el pago de sus aportes) se ubicó en 41,1 por ciento, porcentaje mayor al nivel alcanzado el año anterior (39,6 por ciento).

CUADRO 66					
SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES					
	2001	2002	2003	Variaciones porcentuales	
				2002	2003
<b>Número de afiliados</b>					
En miles	2 732	2 994	3 193	9,6	6,7
<b>Valor del Fondo</b>					
En millones de nuevos soles	12 350	15 754	21 844	27,6	38,7
En porcentaje del PBI	6,6	7,9	10,3		
<b>Rentabilidad</b>					
Nominal	10,9	12,9	24,2		
Real	11,1	11,3	21,2		
Real neta de comisiones	2,2	2,6	4,4		

Fuente: SBS.

Por su parte, la rentabilidad real de la cartera de inversiones de las AFPs en 2003 fue excepcionalmente positiva, alcanzando alrededor de 21 por ciento, superior en 10 puntos porcentuales a la registrada el año previo. Esta rentabilidad es reflejo principalmente del buen desempeño mostrado por las acciones que se negocian en la Bolsa de Valores de Lima, cuyos índices general

y selectivo tuvieron aumentos de 75 y 81 por ciento, respectivamente. Si se toma en cuenta los descuentos por comisiones, la rentabilidad real neta, para un individuo que haya aportado al sistema privado de pensiones desde su inicio (1993) se estima en 4,4 por ciento promedio anual, superior al 2,6 por ciento obtenido el año pasado.



El ratio de dolarización del sistema pasó de 46,3 por ciento en el año 2002 a 48,8 por ciento en diciembre de 2003, principalmente por la mayor tenencia de bonos del Tesoro Público en dólares (Bonos Brady y Globales), así como por el aumento de la inversión en valores del exterior, al haberse ampliado mediante Circular No. 016-03-EF/90 de junio, el límite individual de inversiones en el exterior, de 7,5 a 9,0 por ciento del valor del fondo.

La composición del portafolio de inversiones que administran las Administradoras de Fondos de Pensiones mostró importantes

variaciones respecto al año anterior. Se observó un aumento significativo en títulos del Gobierno Central, desde 8,6 a 12,9 por ciento del valor del fondo, y una mayor participación de los instrumentos de renta variable, pasando de 31,3 a 35,6 por ciento a fines de diciembre. Igualmente, las inversiones en títulos extranjeros aumentaron a 8,7 por ciento del valor del fondo, lo que representó un aumento de 1,6 puntos porcentuales, básicamente por el incremento de activos en fondos mutuos extranjeros. En contrapartida, los depósitos mantenidos en el sistema financiero redujeron su participación desde 25,5 a 16,7 por ciento del valor del fondo.

CUADRO 67  
ESTRUCTURA DEL PORTAFOLIO DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

	2001	2002	2003
<b>Total</b>	<b><u>100,0</u></b>	<b><u>100,0</u></b>	<b><u>100,0</u></b>
a. <u>Valores gubernamentales</u>	<u>13,8</u>	<u>12,9</u>	<u>19,5</u>
Valores del gobierno central	6,3	8,6	12,9
Valores del Banco Central	3,2	2,7	4,2
Bonos Brady	4,3	1,6	2,4
b. <u>Empresas del sistema financiero</u>	<u>39,4</u>	<u>34,7</u>	<u>23,0</u>
Depósitos en moneda nacional	14,8	14,7	11,5
Depósitos en moneda extranjera 1/	7,5	10,8	5,2
Acciones	1,7	0,6	0,4
Bonos	14,3	7,7	4,8
Otros 2/	1,1	0,9	1,1
c. <u>Empresas no financieras</u>	<u>42,1</u>	<u>45,3</u>	<u>48,8</u>
Acciones comunes y de inversión	23,5	30,7	35,2
Bonos corporativos	14,3	11,4	11,5
Otros 3/	4,3	3,2	2,1
d. <u>Inversiones en el exterior</u>	<u>4,7</u>	<u>7,1</u>	<u>8,7</u>
Títulos de Deuda Estados Extranjeros	3,1	2,9	1,3
Fondos Mutuos Extranjeros	1,4	4,2	7,4
Acciones de empresas extranjeras	-	0,0	0,0
American Depositary Shares (ADS)	0,2	0,0	-

1/ Incluye certificados en moneda extranjera.

2/ Incluye letras hipotecarias, pagarés avalados, cuotas de fondos de inversión y cuenta corriente.

3/ Incluye papeles comerciales, operaciones de reporte, pagarés y activos titulizados.

Fuente: SBS.

Por sector económico, la participación en instrumentos del Gobierno y el BCRP se elevó de 12,9 a 19,5 por ciento en el 2003, debido a las mayores tenencias de Bonos Brady y Globales (colocados en el exterior), Bonos Soberanos (colocados en el mercado doméstico) y CDBCRP.

### Fondos mutuos de inversión

A diciembre de 2003 el patrimonio de los fondos mutuos de inversión en poder del sector privado alcanzó un equivalente a S/. 5 752 millones (aproximadamente US\$ 1 662 millones), cifra que representó un incremento de

24,7 por ciento en términos nominales respecto al año 2002. Por su parte, el número de partícipes llegó a 66 655, lo que representó un incremento de 20,8 por ciento con respecto al año anterior. Este crecimiento, al igual que los años previos, se debió a su mayor rentabilidad esperada con relación a los rendimientos de los depósitos del sistema financiero.

La rentabilidad nominal anual *ex post* de los fondos de renta fija en dólares (que constituyen el 87,6 por ciento del total) incluido el efecto de revaluación alcanzó en promedio 0,9 por ciento, mientras que la de los fondos de renta fija en soles fue 3,9 por ciento.

CUADRO 68  
FONDOS MUTUOS

	2001	2002	2003	Variaciones porcentuales	
				2002	2003
<b>Número de partícipes</b>	<b>40 990</b>	<b>55 178</b>	<b>66 655</b>	<b>34,6</b>	<b>20,8</b>
<b>Valor del Fondo 1/</b>					
En millones de nuevos soles	<b>3 681</b>	<b>4 613</b>	<b>5 752</b>	<b>25,3</b>	<b>24,7</b>
En porcentaje del PBI	1,9	2,3	2,3		
<b>Participación</b>					
Fondos mixtos	0,3	0,2	0,4		
Fondos de renta fija	99,7	99,8	99,6		
En soles	8,4	8,0	12,0		
En dólares	91,3	91,8	87,6		
<b>Rentabilidad</b>					
Fondos mixtos (nominal)	- 7,5	0,7	33,8		
Fondos mixtos (real)	- 7,4	- 0,8	30,1		
Fondos de renta fija (nominal)	3,6	5,6	1,3		
En soles	8,5	4,8	3,9		
En dólares 2/	3,1	5,6	0,9		
Fondos de renta fija (real)	3,7	4,0	- 1,5		
En soles	8,7	3,3	1,1		
En dólares	3,3	4,0	- 1,9		

1/ Las cifras representan el valor de las cuotas en poder de personas naturales y empresas privadas no financieras.

2/ Tasa de interés en dólares más revaluación del período.

Fuente: CONASEV.



Por tipo de fondo, los fondos de renta fija representaron el 99,6 por ciento del total, mientras que por tipo de moneda, los fondos mutuos en soles representaron el 12,0 por ciento. El número de fondos disminuyó de 28 a 23 por la fusión de 5 fondos mutuos, y son administrados por 6 Sociedades Administradoras: Crédito (6 fondos, equivalentes al 50,3 por ciento del patrimonio total), Continental (5 fondos, equivalentes al 23,4 por ciento del total), Wiese (4 fondos, equivalentes al 12,2 por ciento del total), Interfondo (5 fondos, equivalentes al 14 por ciento

del total), Promoinvest (2 fondos) y Coril (1 fondo).

Las inversiones de los fondos mutuos, al 31 de diciembre de 2003, estuvieron conformadas por depósitos en el sistema financiero (34,7 por ciento), bonos del sector privado (24 por ciento), valores del gobierno (17,5 por ciento), bonos del sistema financiero (13,4 por ciento), operaciones de pacto (4,9 por ciento), instrumentos de corto plazo (4,1 por ciento) y otros instrumentos financieros (1,4 por ciento).

CUADRO 69  
ESTRUCTURA DEL PORTAFOLIO DE LOS FONDOS MUTUOS DE INVERSIÓN

	2001	2002	2003
<b>TOTAL</b>	<b><u>100,0</u></b>	<b><u>100,0</u></b>	<b><u>100,0</u></b>
a. <u>Valores gubernamentales</u>	<u>9,1</u>	<u>10,6</u>	<u>17,5</u>
Valores del gobierno central	8,5	10,5	14,7
Valores del Banco Central	0,6	0,1	2,4
Bonos globales	-,-	-,-	0,4
b. <u>Empresas del sistema financiero</u>	<u>56,3</u>	<u>56,1</u>	<u>48,1</u>
Depósitos en moneda nacional	5,0	6,4	5,7
Depósitos en moneda extranjera 1/	30,1	31,5	29,0
Bonos	21,2	18,2	13,4
c. <u>Empresas no financieras</u>	<u>23,8</u>	<u>22,5</u>	<u>28,3</u>
Acciones comunes y de inversión	0,2	0,1	0,2
Bonos corporativos y titulizados	19,1	18,6	24,0
Otros 2/	4,5	3,8	4,1
d. <u>Inversiones en el exterior</u>	<u>0,1</u>	<u>0,1</u>	<u>1,1</u>
Títulos de Deuda del Exterior	-,-	-,-	1,1
Acciones	0,1	0,1	-,-
e. <u>Operaciones de Pacto</u>	<u>10,7</u>	<u>10,6</u>	<u>4,9</u>

1/ Incluye certificados en moneda extranjera.

2/ Incluye papeles comerciales, letras, pagarés, cuotas de fondos de inversión.

Fuente: CONASEV.