

## V.

## Moneda y crédito

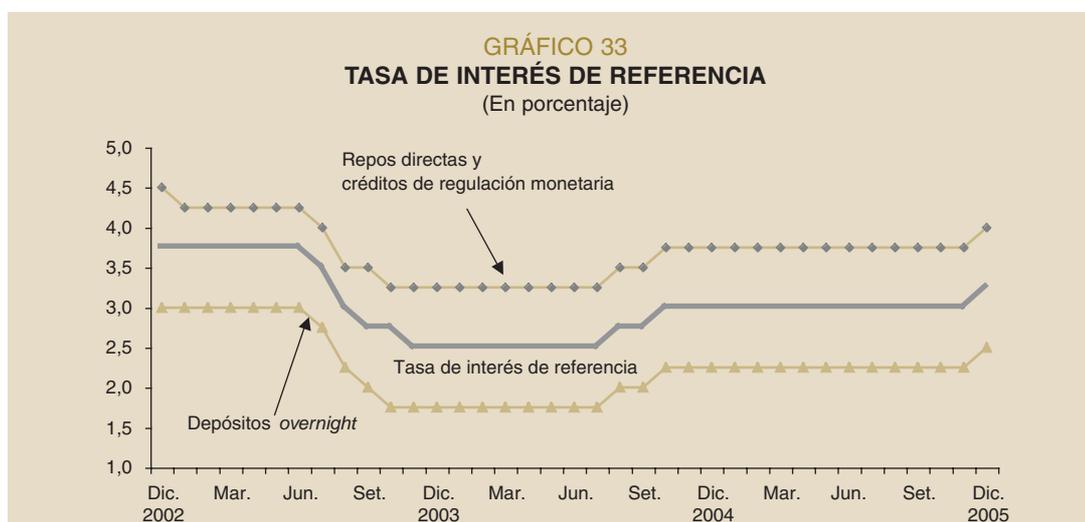
Tras la reversión de los choques que afectaron transitoriamente hacia el alza la inflación durante 2004, el ritmo de crecimiento de precios se desaceleró durante 2005, ubicándose en la mayor parte de los meses del año en el tramo inferior del rango meta. En este escenario el Banco Central mantuvo estable su política monetaria. Al cierre del año, el Banco Central incrementó su tasa de interés referencial en 25 puntos básicos (de 3,0 a 3,25 por ciento) en un contexto de presiones al alza del tipo de cambio por la incertidumbre electoral y de mayor dinamismo de la actividad económica.

### 1. Acciones de política monetaria

La inflación en 2005 fue 1,5 por ciento y se caracterizó por la reversión de los choques transitorios de oferta ocurridos durante 2004 cuando la inflación se ubicó en 3,5 por ciento. Asimismo, las medidas fiscales compensatorias adoptadas para atenuar el impacto del incremento de los precios internacionales de los combustibles y la apreciación del nuevo sol, registrada durante los primeros ocho meses del año, contribuyeron también a la menor tasa de inflación observada en el año.

En este contexto, el Banco Central mantuvo hasta el mes de noviembre la tasa de interés de referencia en 3,0 por ciento. Hacia finales del año, el BCRP, considerando que las señales de aceleración del ritmo de crecimiento del producto y la volatilidad del tipo de cambio podían afectar la inflación, decidió elevar en 25 puntos básicos la tasa de interés de referencia de 3,0 a 3,25 por ciento.

Es conveniente señalar que, uno de los canales de transmisión de la política monetaria para influir en el gasto agregado de la economía se





vincula a la posibilidad de poder afectar la tasa de interés interbancaria, y vía ésta, al resto de tasas de interés de la economía. Así, un retiro del estímulo monetario es consistente con una elevación gradual del costo del crédito sin que esto constituya una amenaza al crecimiento sostenido que en estos años ha venido mostrando la economía.

De otro lado, continuando con los esfuerzos por desincentivar la dolarización financiera, el Banco Central fijó la tasa de remuneración al encaje adicional en moneda extranjera, desvinculándola de esta forma de la tasa Libor a tres meses para préstamos en dólares, en un contexto de alzas en las tasas de interés internacionales. Así, a partir de junio de 2005, la remuneración del encaje en moneda extranjera se estableció en 2,25 por ciento.

En los primeros nueve meses del año, en un contexto de presiones apreciatorias del nuevo

sol, el BCRP intervino en el mercado cambiario comprando moneda extranjera, lo que implicó una inyección adicional de nuevos soles en el mercado. A fin de retirar ese exceso de moneda doméstica, el Banco Central incrementó sus colocaciones de Certificados de Depósito (CDBCRP), cuyo saldo aumentó de S/. 8,3 mil millones en diciembre de 2004 a S/. 9,7 mil millones en setiembre de 2005.

Posteriormente, en el cuarto trimestre, en un ambiente de mayor volatilidad en el mercado cambiario, el Banco Central vendió moneda extranjera y colocó Certificados de Depósito Reajustables (CDR), que son títulos indexados al tipo de cambio. Estas operaciones cambiarias fueron parcialmente compensadas con el vencimiento de CDBCRP (cuyo saldo a fin de año fue de S/. 7,7 mil millones) y con operaciones de compra temporal de valores emitidos por el BCRP y el Tesoro Público.

#### RECUADRO 7 EVALUACIÓN CONTINUA DE LA META DE INFLACIÓN

Desde el año 2002, el BCRP utiliza el esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI), por el cual anuncia una meta de inflación de 2,5 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.

Hasta el año 2005, la meta establecida por el BCRP se refería a la variación porcentual del IPC del mes de diciembre con respecto al mismo mes del año anterior. Es decir, se trataba de una evaluación "puntual" (en un punto específico del tiempo) de la meta de inflación. Este criterio ha sido empleado en países en los que se observa un proceso de convergencia hacia tasas de inflación bajas, donde la adopción del esquema de MEI ha servido para guiar las expectativas de inflación. En estas experiencias la evaluación puntual, al fin de año calendario, es una forma de verificar si dicho proceso de convergencia tiende hacia el valor de largo plazo.

En el caso peruano, el proceso de desinflación culminó con la adopción del régimen de MEI y durante el período 2002-2005, la inflación se ha mantenido estable en su valor de largo plazo. Por ello, tal como se anunció en la nota de prensa del Programa Monetario de diciembre de 2005, desde el año 2006 el BCRP pasará a evaluar la meta de inflación de manera continua. De este modo, el Perú se suma al grupo de países con tasas de inflación bajas y estables que hacen uso de una evaluación continua del objetivo inflacionario.

Este nuevo método de evaluación es coherente con la conducción de la política monetaria de manera previsoramente con el fin de alcanzar su meta en un horizonte de mediano plazo y opera no solamente en función de una meta año-calendario puntual.

### CARACTERÍSTICAS DEL REGIMEN DE MEI EN PAÍSES SELECCIONADOS

País	Adopción de MEI	Valor de la meta (2006) <sup>1/</sup>	Valor central de la meta de largo plazo	Horizonte de la meta <sup>2/</sup>
Australia	Abril 1993	2,5%	2,5%	Mediano plazo
Brasil	Junio 1999	4,5%	No especificado	Anual
Canadá	Febrero 1991	2,0%	2,0%	Mediano plazo
Chile	Setiembre 1999	3,0%	3,0%	Mediano plazo
Colombia	Setiembre 1999	4,5%	3,0%	Anual
Filipinas	Enero 2002	4,5%	4,5% (2007)	Anual/Bienal
México	Enero 2001	3,0%	3,0%	Mediano plazo
Nueva Zelanda	Marzo 1990	2,0%	2,0%	Mediano plazo
Perú	Enero 2002	2,5%	2,5%	Mediano plazo
Reino Unido	Octubre 1992	2,0%	2,0%	Mediano plazo

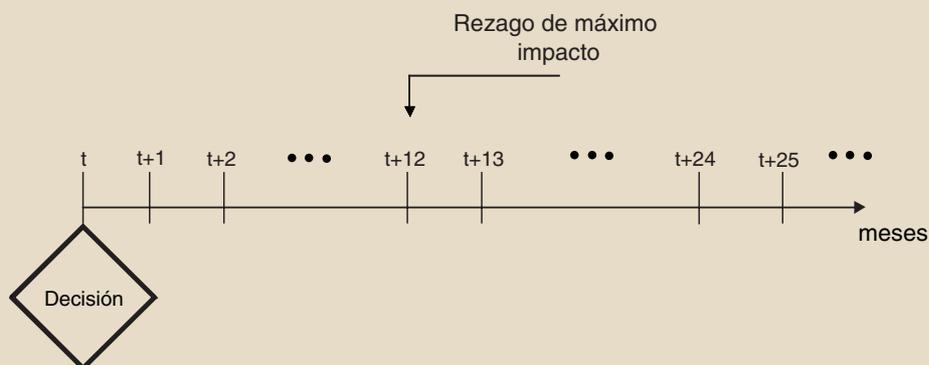
1/ Si la meta está definida como un rango, el valor reportado constituye el centro de dicho rango.

2/ Si el horizonte de la meta es anual, la evaluación de la meta es puntual.

Fuentes: Roger, Scott y Mark Stone (2005), "On target? The International Experience with Achieving Inflation Targets", IMF Working Paper 05/163; World Economic Outlook (setiembre 2005); y páginas web de bancos centrales.

El horizonte de mediano plazo es compatible con la existencia de rezagos en la política monetaria, es decir, el lapso que transcurre entre la adopción de una decisión por parte del BCRP y su máximo impacto sobre la inflación. Sin embargo, el rezago de política puede ser amplio e incierto. El siguiente diagrama ilustra este rezago, donde el máximo impacto sobre la inflación se estima en un año luego de la decisión de política monetaria.

#### ILUSTRACIÓN DEL PROCESO DE DECISIÓN Y TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Bajo la consideración de estos rezagos de política monetaria, cada decisión del BCRP es tomada de modo tal que la inflación esperada resultante de dicha acción sea consistente con la meta de inflación.



## 2. Tasas de interés

La adopción del esquema de Metas Explícitas de Inflación ha reforzado el canal de tasas de interés de la política monetaria al haberse reducido la volatilidad de la **tasa de interés interbancaria**, la cual sirve a su vez de referencia para la formación del resto de tasas de interés en nuevos soles. La volatilidad de la tasa de interés interbancaria se redujo en promedio de un nivel de 7 puntos básicos en 2004 a 6 puntos básicos en 2005, observándose inclusive que durante algunos meses del año la dispersión estuvo entre 3 y 5 puntos básicos.

El comportamiento de las **tasas de interés activas y pasivas** en moneda nacional fue diferenciado durante el año. Mientras que las tasas de interés en nuevos soles por depósitos a plazo de 30 días y por préstamos preferenciales a 90 días a empresas corporativas registraron alzas en los últimos meses del año, el resto de tasas activas mostraron una tendencia a la baja a lo largo del año. Esta evolución fue reflejo de una menor prima de riesgo ante la mejora de la actividad económica, una mayor competencia en el mercado y la disminución de la morosidad bancaria. Asimismo, durante el año, se observó una disminución en el diferencial entre las tasas de interés en nuevos soles y dólares debido a que las sucesivas alzas de tasas de interés que

efectuó la FED de Estados Unidos de América influyeron en el alza de las tasas de interés en dólares en el mercado local, mientras que la tasa de interés de referencia en nuevos soles se mantuvo invariable en la mayor parte del año.

Como se mencionó anteriormente, las **tasas de interés en moneda nacional**, principalmente aquéllas de plazos más largos, presentaron durante el año una tendencia a la baja. Así, entre diciembre de 2004 y diciembre de 2005 la tasa de interés activa promedio con estructura de colocaciones constante se redujo de 18,2 a 17,0 por ciento; la de sobregiros de 57,9 a 31,7 por ciento; y la de préstamos y descuentos comerciales hasta 30 días de 7,1 a 6,7 por ciento.

Por el contrario, las tasas de interés de más corto plazo, por ejemplo, la preferencial corporativa y las tasas de interés pasivas, tuvieron un comportamiento al alza debido a las mayores presiones de demanda por nuevos soles de parte de la banca para aumentar sus posiciones en dólares; así como al mayor ritmo de crecimiento de la demanda por créditos.

De otro lado, las **tasas de interés en moneda extranjera** mostraron un comportamiento ascendente, en línea con el incremento de las tasas de interés en el exterior. Así, por ejemplo,

CUADRO 40  
TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN NUEVOS SOLES <sup>1/</sup>  
(En porcentajes)

	2003	2004	2005
1. Interbancaria	2,5	3,0	3,3
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,0	3,2	3,6
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,2	4,4	4,6
4. Activa preferencial	3,3	3,8	4,4
5. Activa promedio hasta 360 días	14,0	14,7	13,9
6. Activa promedio estructura constante	19,0	18,2	17,0
7. Del saldo de CDBCRP	3,9	4,5	4,7

<sup>1/</sup> Corresponde a las tasas promedio del último mes del año.

Fuente: SBS y BCRP.

**CUADRO 41**  
**TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN DÓLARES <sup>1/</sup>**  
(En porcentajes)

	2003	2004	2005
1. Interbancaria	1,1	2,2	4,2
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,2	1,7	2,9
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,6	1,8	2,9
4. Activa preferencial	1,7	2,6	5,5
5. Activa promedio hasta 360 días	7,2	7,7	9,4
6. Activa promedio estructura constante	9,4	9,4	10,3
7. LIBOR a 3 meses	1,2	2,5	4,5
8. Remuneración del encaje	1,0	2,3	2,3

1/ Corresponde a las tasas promedio del último mes del año.  
Fuente: SBS y BCRP.

la tasa de interés preferencial corporativa en dólares se elevó de 2,6 por ciento en diciembre de 2004 a 5,5 por ciento en diciembre de 2005; mientras que para el mismo periodo la de depósitos hasta 360 días subió de 1,8 a 2,9 por ciento y la de plazo de 31 a 180 días se incrementó de 1,7 a 2,9 por ciento.

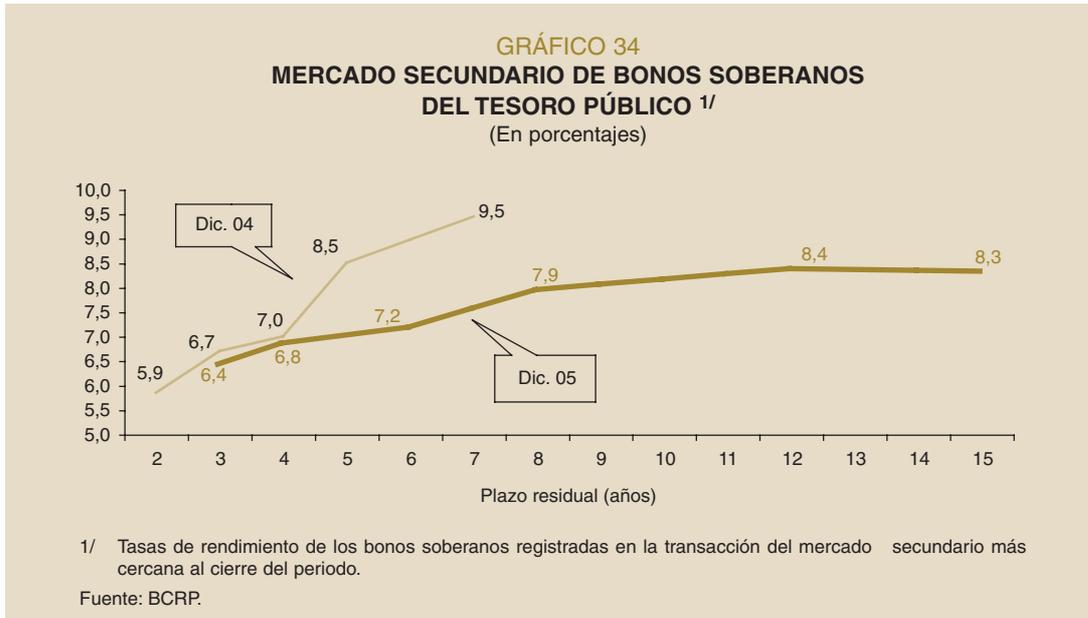
A consecuencia de este comportamiento el diferencial entre las tasas de interés en moneda doméstica y externa se redujo a lo largo del año. En el caso de la tasa preferencial corporativa, dicho diferencial, pasó del 1,2 por ciento en diciembre de 2004 a -1,1 por ciento al cierre de 2005.

En lo que respecta a las **tasas de interés por modalidad**, durante el año se registró un descenso en el costo del crédito para microempresas tanto en moneda nacional que pasó de 48,1 a 44,2 por ciento, como en moneda extranjera que pasó de 28,4 a 27,0 por ciento. Para el caso de los créditos de consumo e hipotecarios, se registró un patrón similar, reflejando una mejora en la percepción de riesgo crediticio que tienen las empresas bancarias sobre estos segmentos del mercado.

En el caso de los créditos comerciales se observó una reducción de las tasas de interés en moneda nacional (de 9,3 a 8,2 por ciento) y un aumento en las de moneda extranjera (de 7,9 a 9,2 por ciento).

En el **mercado de renta fija**, las tasas de interés en nuevos soles en el mercado secundario de los CDBCRP y de los bonos soberanos del Tesoro Público tuvieron un comportamiento mixto, descendiendo durante los primeros 8 meses del año y elevándose luego aunque ubicándose por debajo de los niveles de finales de 2004. Así, por ejemplo un bono con vencimiento en el año 2011, que en diciembre de 2004 se transaba a 9,6 por ciento, en setiembre de 2005 se negociaba a 6,4 por ciento mientras que en diciembre de 2005 lo hacía a 7,1 por ciento.

El incremento en las tasas de interés durante el cuarto trimestre del año se dio a la par del aumento en los indicadores de riesgo país y a la mayor expectativa de depreciación del nuevo sol asociada a la mayor incertidumbre política al proceso de las elecciones generales de abril de 2006.

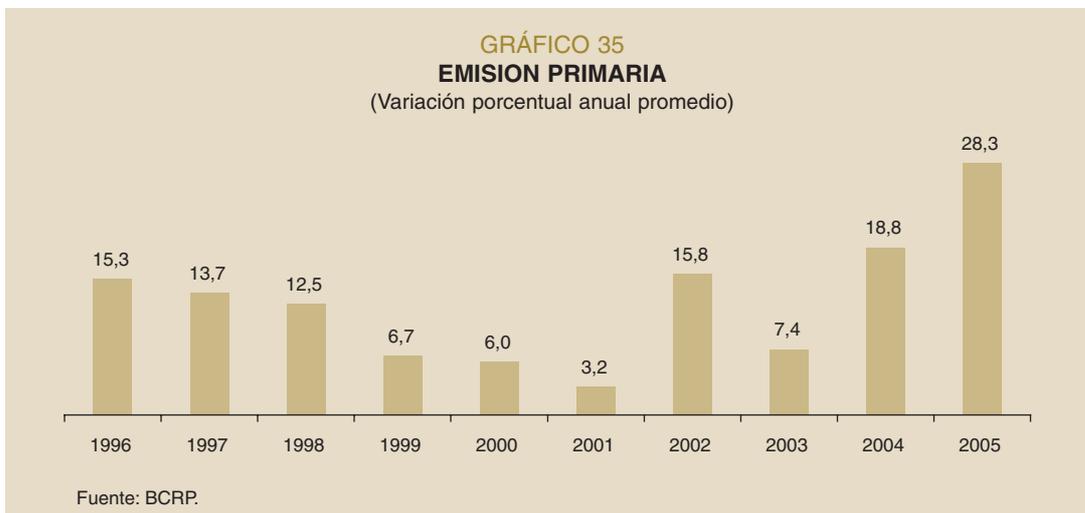


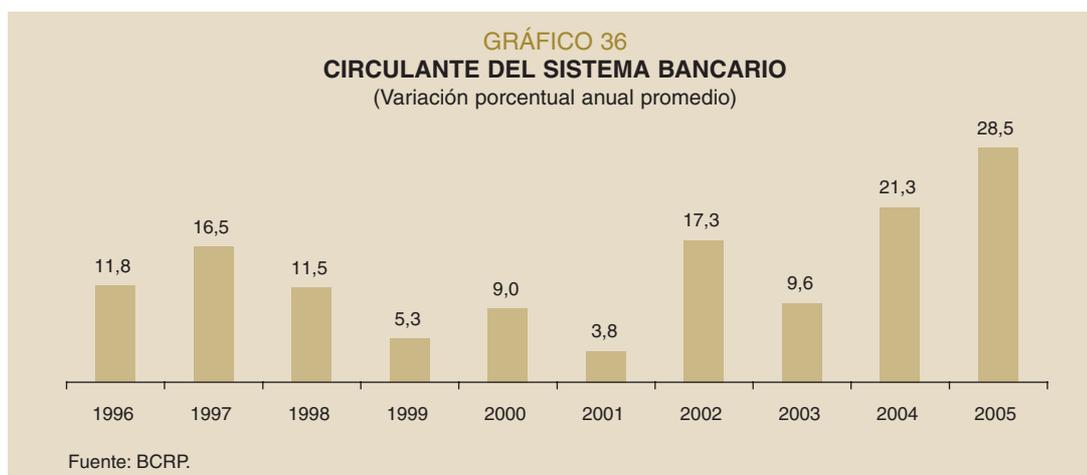
### 3. Agregados monetarios

En la medida que el Banco Central utiliza una tasa de interés de referencia para guiar al mercado interbancario, la evolución de los agregados monetarios responde a la demanda por dinero que el público desea mantener. Por ello, ante el mayor dinamismo de la economía registrado durante el año las tasas de expansión anualizadas del circulante y la emisión primaria se ubicaron en alrededor al 28 por ciento.

#### a. Agregados monetarios del sistema bancario

El ritmo de expansión de los agregados monetarios más amplios del sistema bancario tuvo un comportamiento mixto. La expansión de la liquidez total del sistema bancario se incrementó de 8,2 a 18,4 por ciento entre finales de 2004 y de 2005; mientras que el crecimiento de la liquidez en moneda nacional, que representa el 45 por ciento del total, descendió de 28,1 a 19,5 por ciento.





La liquidez en moneda extranjera tuvo en cambio un crecimiento mayor al del año previo al pasar de 1,4 por ciento en 2004 a 12,4 por ciento en 2005 debido a las mayores expectativas depreciatorias que hubo durante el último trimestre.

La liquidez en moneda nacional tuvo un crecimiento promedio de 28,8 por ciento en el año y registró un nivel equivalente a 10,8 por ciento del PBI. El mayor grado de monetización de la economía estuvo asociado a la mayor actividad económica, en particular, a la



**CUADRO 42**  
**PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS DEL SISTEMA BANCARIO**  
Datos de Fin de periodo  
(En millones de nuevos soles)

	2003	2004	2005	Variaciones porcentuales	
				2004	2005
Dinero	9 696	12 691	15 958	30,9	25,7
Circulante	6 370	8 036	10 116	26,2	25,9
Liquidez total	52 744	57 094	67 599	8,2	18,4
-En Soles	20 014	25 639	30 637	28,1	19,5
-En Dólares	9 459	9 590	10 776	1,4	12,4

Fuente: SBS y BCRP.



aceleración de la expansión de la demanda interna y a un incremento de la preferencia por moneda doméstica de los agentes económicos dada la credibilidad de la política monetaria y la fortaleza del nuevo sol.

Por su parte, la liquidez total del sistema bancario tuvo un ligero incremento al pasar de 22,7 por ciento del PBI en 2004 a 23,2 por ciento en 2005.

### b. Emisión y circulante

En términos promedio, la emisión primaria creció 28,3 por ciento asociada a un crecimiento promedio del PBI nominal de 10,0 por ciento, a la caída de la velocidad de circulación del dinero de 14,6 por ciento y a un aumento del multiplicador bancario de 0,4 por ciento.

El saldo de la emisión primaria a diciembre de 2005 fue de S/. 11 724 millones, incrementándose en 25,7 por ciento respecto al cierre del año anterior. La principal fuente de variación de este agregado monetario estuvo asociada a las operaciones cambiarias. El flujo de compras netas de moneda extranjera a través de la Mesa de Negociación fue US\$ 2 699 millones, monto equivalente a

S/. 8 714 millones, contrarrestado por las ventas de moneda extranjera al Tesoro Público por US\$ 1 935 millones por el equivalente a S/. 6 363 millones principalmente para pagos de deuda externa.

Parte de la mayor liquidez fue absorbida por un aumento en la demanda de fondos por parte del público. Los excedentes fueron esterilizados parcialmente a través de la colocación de CDBCRP y del aumento de los depósitos del sector público. Durante el primer trimestre, las operaciones de esterilización hicieron que el saldo de estos certificados se eleve hasta S/. 11 261 millones en marzo. Entre abril y agosto la colocación de dichos certificados fue menor debido al incremento de los depósitos del sector público, resultado en gran medida de los mayores ingresos fiscales por la mayor recaudación tributaria y las mayores utilidades de las empresas públicas.

En el último trimestre del año el Banco Central buscó contrarrestar las presiones depreciatorias del nuevo sol mediante la venta neta de divisas y la colocación de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR) que son instrumentos financieros cuyo rendimiento indexado al dólar los convierte en una

**CUADRO 43**  
**LIQUIDEZ PROMEDIO EN NUEVOS SOLES DEL SISTEMA BANCARIO**  
(Variaciones porcentuales promedio del año)

	Deflactor del PBI	Variación del PBI		Liquidez en moneda nacional	Velocidad de circulación	Componentes de la oferta monetaria	
		Real	Nominal			Emisión	Multiplicador
<b>2003</b>	2,3	3,9	6,7	10,7	-3,6	7,4	3,1
<b>2004</b>	5,7	5,2	11,2	16,2	-4,4	18,8	-2,2
<b>2005</b>	3,5	6,4	10,0	28,8	-14,6	28,3	0,4

Fuente: SBS y BCRP.

**CUADRO 44**  
**FUENTES DE VARIACIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA**  
(Millones de nuevos soles)

	2003	2004	2005
<b>I. OPERACIONES CAMBIARIAS</b>	<b>3 465</b>	<b>6 239</b>	<b>2 360</b>
(Millones de US\$)	998	1 854	767
1. Compras netas en Mesa de Negociación	3 645	7 896	8 714
2. Sector público	-177	-1 663	-6 363
3. Otros	-3	6	8
<b>II. OPERACIONES MONETARIAS</b>	<b>-2 783</b>	<b>-4 353</b>	<b>37</b>
1. Depósitos del sector público	-921	-721	-2 821
2. Operaciones monetarias de inyección	-170	-	2 850
3. Valores BCRP	-2 143	-4 158	-623
4. Otros	450	526	631
<b>III. TOTAL</b>	<b>682</b>	<b>1 886</b>	<b>2 397</b>
Variación % fin de periodo	10,1	25,3	25,7
Variación % promedio del periodo	7,4	18,8	28,3
<b>Nota:</b>			
<b>SALDOS AL CIERRE DEL AÑO</b>			
Valores BCRP	4 097	8 225	8 877
Operaciones monetarias de inyección	-	-	2 850
Depósitos del sector público	1 196	1 918	4 738
Emisión primaria	7 441	9 327	11 724

Fuente: BCRP.

alternativa a la compra de divisas por parte de los bancos. Adicionalmente, el BCRP redujo sus colocaciones de CDBCRP e incrementó el volumen y la frecuencia de sus compras temporales de títulos valores (repos) con lo cual se generó un flujo de S/. 2 850 millones durante el último trimestre.

### c. Crédito del sistema financiero

En 2005, el crédito total del sistema financiero al sector privado tuvo una expansión de 17,6 por ciento en términos nominales, impulsado esencialmente por el crecimiento del crédito en nuevos soles, el cual por sexto año consecutivo

**GRÁFICO 38**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN SOLES Y EN DÓLARES**  
(Tasas anuales de crecimiento de fin de período)



Fuente: SBS y BCRP.



**CUADRO 45**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO**  
**AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA NACIONAL**

	Saldos en millones de nuevos soles			Tasas de crecimiento	
	Dic. 03	Dic. 04	Dic. 05	Dic. 04/ Dic. 03	Dic. 05/ Dic. 04
Empresas bancarias 1/	8 221	8 464	11 606	3,0	37,1
Banco de la Nación	511	1 051	1 277	105,9	21,5
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>3 666</b>	<b>4 329</b>	<b>5 882</b>	<b>18,1</b>	<b>35,9</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	730	1 120	1 545	53,4	37,9
Cajas municipales	1 083	1 376	1 848	27,1	34,3
Cajas rurales	181	253	348	40,0	37,5
Cooperativas	459	511	634	11,2	24,1
Edpymes	172	229	351	33,6	53,2
Empresas financieras	1 042	840	1 156	-19,4	37,7
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>2 180</b>	<b>2 307</b>	<b>2 900</b>	<b>5,8</b>	<b>25,7</b>
AFP	1 449	1 337	1 821	-7,7	36,2
Empresas de seguros	568	812	751	42,9	-7,5
Fondos mutuos	163	158	328	-2,9	107,1
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>247</b>	<b>306</b>	<b>323</b>	<b>23,9</b>	<b>5,6</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>14 824</b>	<b>16 457</b>	<b>21 988</b>	<b>11,0</b>	<b>33,6</b>

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

Fuente: SBS y BCRP.

fue superior a la expansión del crédito en dólares. El crédito en nuevos soles se incrementó en 33,6 por ciento, el mayor aumento desde el año 1997, mientras que el crédito en dólares creció 6,1 por ciento. De esta forma, el ratio de dolarización del crédito al sector privado del sistema financiero disminuyó de 70,7 a 66,7 por ciento.

La mayor expansión del **crédito en nuevos soles** correspondió a préstamos de empresas bancarias por 37,1 por ciento siendo los principales receptores de estos créditos los sectores manufactura, comercio y transporte, almacenamiento y comunicaciones.

Los créditos en moneda nacional del segmento de microfinanzas mostraron una aceleración en el ritmo de expansión que pasó de 18,1 por ciento en 2004 a 35,9 por ciento en 2005. Cabe resaltar que el crédito proveniente de las Edpymes aumentó 53,2 por ciento en 2005.

Los créditos otorgados por inversionistas institucionales aumentaron en S/. 593 millones producto de la compra de títulos financieros de renta fija en nuevos soles. La tasa de expansión en este segmento pasó de 5,8 a 25,7 por ciento.

Cabe mencionar que el crecimiento del crédito en nuevos soles se aceleró en el cuarto trimestre, debido a la disminución del diferencial entre las tasas de interés en nuevos soles y en dólares y a las mayores expectativas de depreciación de la moneda doméstica.

En **moneda extranjera**, el incremento del crédito de US\$ 742 millones se atribuyó principalmente al mayor financiamiento otorgado por las empresas bancarias por US\$ 410 millones, en particular, por mayores créditos hipotecarios. En el segmento de microfinanzas, la tasa de expansión anual se desaceleró de 30,3 por ciento en 2004 a 20,9 por ciento en 2005, ello aunque los préstamos bancarios en este sector subieron 40,1 por ciento.

**CUADRO 46**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO**  
**AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA EXTRANJERA**

	Saldos en millones de US\$			Tasas de crecimiento	
	Dic. 03	Dic. 04	Dic. 05	Dic. 04/ Dic. 03	Dic. 05/ Dic. 04
Empresas bancarias 1/	9 409	9 465	9 875	0,6	4,3
Banco de la Nación	22	22	22	-1,2	-1,0
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>511</b>	<b>665</b>	<b>804</b>	<b>30,3</b>	<b>20,9</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	87	126	177	45,8	40,1
Cajas municipales	186	250	292	34,6	16,9
Cajas rurales	48	55	56	16,1	0,7
Cooperativas	116	154	188	31,9	22,5
Edpymes	40	49	55	20,6	12,4
Empresas financieras	34	32	37	-6,6	16,0
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>1 091</b>	<b>1 333</b>	<b>1 497</b>	<b>22,2</b>	<b>12,3</b>
AFP	517	729	733	41,1	0,5
Empresas de seguros	60	89	151	49,8	68,8
Fondos mutuos	514	515	613	0,1	19,2
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>637</b>	<b>639</b>	<b>669</b>	<b>0,2</b>	<b>4,7</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>11 670</b>	<b>12 125</b>	<b>12 867</b>	<b>3,9</b>	<b>6,1</b>

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

Fuente: SBS y BCRP.

En tanto, el crecimiento del crédito de los inversionistas institucionales se redujo de 22,2 en 2004 a 12,3 por ciento en 2005. Cabe recordar que el incremento registrado en 2004 se debió fundamentalmente a la colocación de bonos por la empresa Transportadora de Gas de Perú, los mismos que fueron adquiridos en su mayor parte por inversionistas institucionales locales.

#### d. Empresas bancarias

Durante el año 2005, las empresas bancarias continuaron presentando mejoras en sus indicadores financieros, destacando tanto la reducción de la exposición patrimonial al riesgo de crédito como la solarización de créditos y depósitos, a pesar del incremento de la volatilidad cambiaria observada hacia fines de año. Adicionalmente, se observó una recuperación importante del crédito comercial en nuevos soles.

La mejora en la exposición al riesgo de crédito se reflejó en la reducción de la cartera atrasada de 3,8 por ciento en 2004 a 2,2 por ciento en 2005 y en el incremento de la cobertura de provisiones por cartera morosa, la cual pasó de 68,2 por ciento en 2004 a 79,5 por ciento en 2005.

Las utilidades de las empresas bancarias en 2005 se duplicaron en relación a las del año anterior, llegando a S/. 1 483 millones, lo que permitió que la rentabilidad sobre patrimonio (ROE) ascendiera a 22,1 por ciento. Este aumento se explica por el incremento del margen financiero y de los ingresos por servicios no financieros, en especial el cobro de comisiones por tarjetas de crédito y débito, reflejando el crecimiento de las colocaciones hacia segmentos más rentables tales como créditos de consumo y de microfinanzas en moneda nacional y la inversión de los excedentes de liquidez en CDBCRP. Un factor adicional que contribuyó al incremento en la rentabilidad de los bancos fue

**CUADRO 47**  
**INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS**  
(En porcentajes)

	2003	2004	2005
Cartera atrasada <sup>1/</sup> / Colocaciones totales	6,0	3,8	2,2
Provisión para colocaciones / Cartera morosa <sup>2/</sup>	67,1	68,2	79,5
Rentabilidad sobre patrimonio promedio	10,6	11,5	22,1

1/ Créditos vencidos y en cobranza judicial.

2/ Cartera atrasada más créditos refinanciados y reestructurados.

Fuente: Balance de comprobación de bancos y SBS.

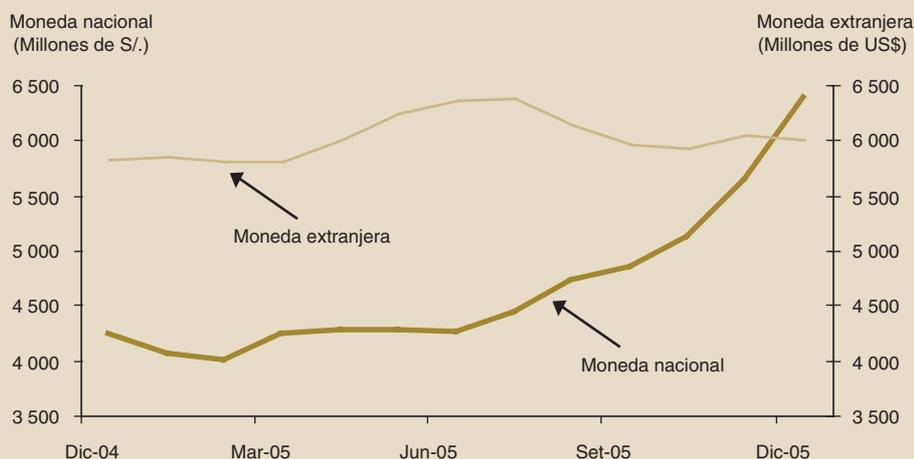
la reducción de los gastos operativos por unidad de activo, a pesar del aumento de personal y del número de oficinas en algunos bancos por efectos de la expansión de operaciones hacia el sector minorista.

En el año también destaca la marcada tendencia a la solarización mostrada por los créditos comerciales, los cuales crecieron en S/. 2 143 millones en moneda nacional, en comparación a los US\$ 311 millones de incremento en moneda extranjera. Esta evolución se explica en gran medida por la

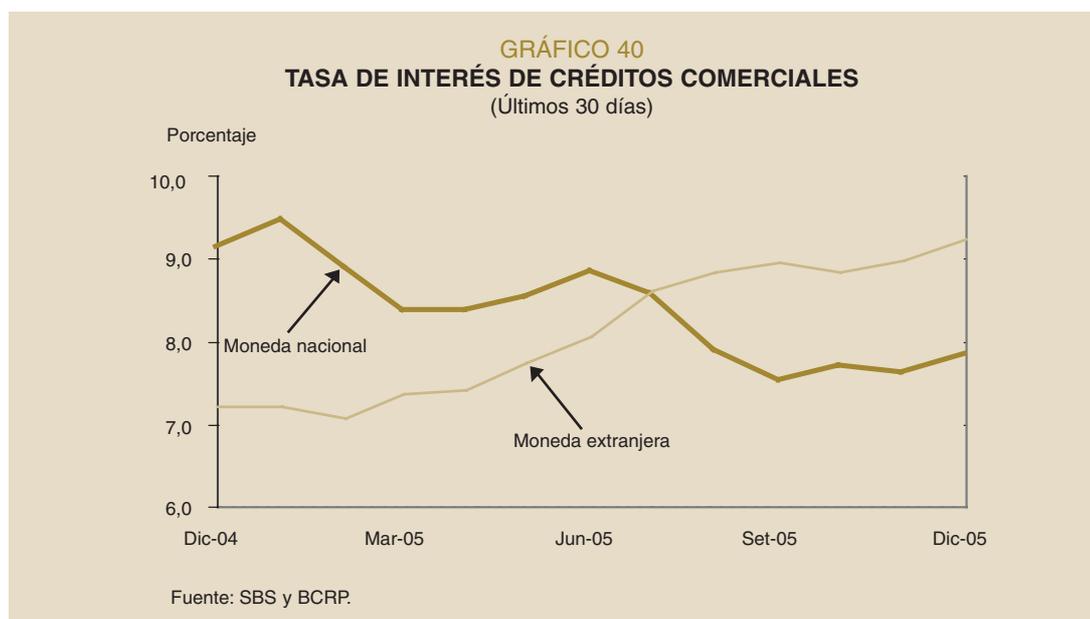
disminución del costo financiero en moneda nacional.

Durante el año, los bancos Standard Chartered y Bank Boston cerraron sus operaciones en el país debido a cambios en la estrategia global de sus casas matrices. Ambos bancos se especializaban en el segmento corporativo y tenían una participación reducida en el mercado que en conjunto llegaba a 3,1 por ciento del total de créditos del sistema. En el caso del Bank Boston, su cartera de créditos fue transferida al Banco de Crédito.

**GRÁFICO 39**  
**CRÉDITOS COMERCIALES**



Fuente: SBS y BCRP.



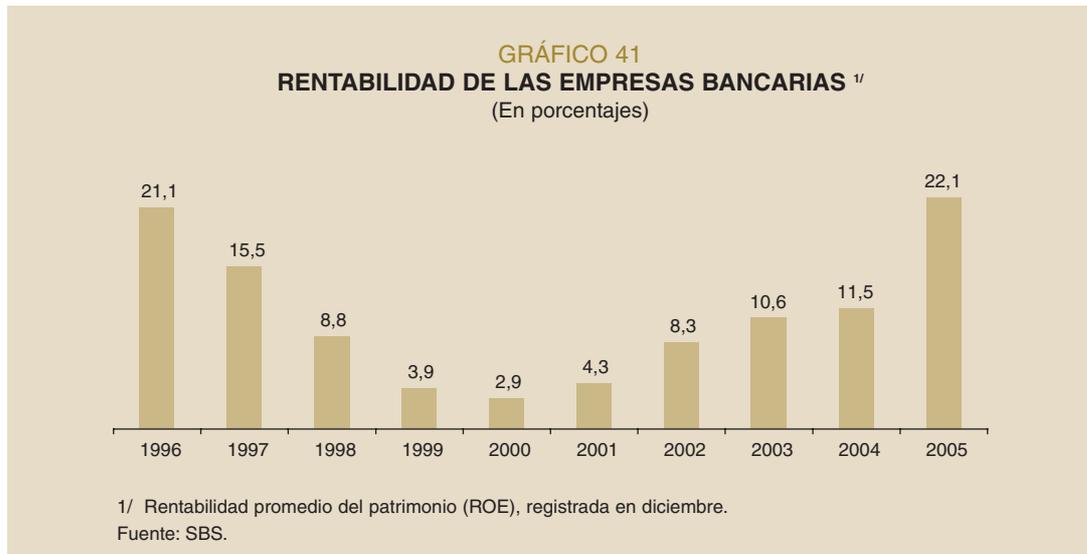
Un hecho que cabe resaltar es el desarrollo de convenios de cajeros corresponsales con entidades no financieras, lo que permite realizar operaciones de retiro y pago de

servicios en lugares donde los bancos no cuentan con agencias, coadyuvando de esta forma al desarrollo del sistema de pagos y al aumento de la bancarización de la economía.

**CUADRO 48**  
**CRÉDITOS DIRECTOS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS**

	EN MONEDA NACIONAL (Millones de nuevos soles)						
	Saldos de fin de periodo			Flujos		Variaciones porcentuales	
	2003	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Comercial	4 353	4 229	6 372	-124	2 143	-2,9	50,7
Microempresa	730	1 120	1 548	390	428	53,4	38,2
Consumo	2 575	3 217	4 269	642	1 052	24,9	32,7
Hipotecario	201	211	275	10	64	5,0	30,2
<b>TOTAL</b>	<b>7 859</b>	<b>8 777</b>	<b>12 464</b>	<b>918</b>	<b>3 687</b>	<b>11,7</b>	<b>42,0</b>
	EN MONEDA EXTRANJERA (Millones de US\$)						
	Saldos de fin de periodo			Flujos		Variaciones porcentuales	
	2003	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Comercial	6 214	6 214	6 525	0	311	0,0	5,0
Microempresa	87	128	182	41	55	46,9	42,9
Consumo	453	499	586	46	86	10,2	17,3
Hipotecario	1 264	1 498	1 807	235	308	18,6	20,6
<b>TOTAL</b>	<b>8 017</b>	<b>8 339</b>	<b>9 100</b>	<b>322</b>	<b>760</b>	<b>4,0</b>	<b>9,1</b>

Fuente: Balance de Comprobación de bancos y SBS.



#### e. Sistema de pagos

En el año, el valor total de los pagos efectuados a través de los sistemas de pagos interbancarios del país, esto es, del sistema de pagos de alto valor administrado por el Banco Central (Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real - LBTR) y del sistema de pagos de bajo valor administrado por la Cámara de Compensación Electrónica S.A. (CCE. S.A.), se incrementó en 2,5 por ciento con relación a 2004. Dicho aumento fue resultado del incremento de los pagos en moneda nacional en 6,8 por ciento, ya que los pagos en moneda extranjera, se redujeron en 0,7 por ciento. De esta manera, en 2005 los pagos en moneda nacional pasaron a representar el 62,2 por ciento de los pagos interbancarios, frente a 59,7 por ciento en 2004.

El LBTR, que es el sistema en el que se procesan operaciones de alto valor individual realizadas por bancos o empresas, aumentó en 1,7 por ciento, mientras que en el sistema CCE S.A., donde las operaciones son de naturaleza masiva y de monto individual reducido pero significativo a nivel agregado, se observó un mayor dinamismo, creciendo en 6,9 por ciento. Cabe mencionar el destacado incremento de

las transferencias de crédito vía CCE S.A., principalmente las destinadas a pagos de proveedores del Estado, pero que aún no son representativas. Asimismo, el sistema LBTR continúa siendo el principal sistema de pago interbancario con el 83,5 por ciento del valor de las transacciones, aunque su volumen de operaciones, a diferencia de la CCE S.A., es relativamente bajo, procesando sólo el 3,8 por ciento de las transacciones.

Se debe señalar que la rotación de los pagos en relación al PBI pasó de 2,7 veces en 2004 a 2,6 veces en 2005, indicando que la actividad económica creció en mayor medida que los pagos.

Cabe destacar que en 2005, como parte del proceso de modernización del sistema de pagos iniciado en el año 2000 con la introducción del sistema LBTR y la CCE S.A., se puso en marcha el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores registrado en la Institución de Compensación y Liquidación de Valores CAVALI ICLV S.A. (CAVALI). Este sistema entró en funcionamiento en noviembre de 2005 luego de un proceso de coordinación efectuado entre el Banco Central y la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

**CUADRO 49**  
**SISTEMAS DE PAGOS INTERBANCARIOS**

	Millones de nuevos soles				
	2004	Estructura (%)	2005	Estructura (%)	Var. % 05/04
<b>I. Sistema LBTR</b>	<b>547 532</b>	<b>84,2</b>	<b>556 792</b>	<b>83,5</b>	<b>1,7</b>
1. Moneda Nacional	323 178	49,7	342 516	51,4	6,0
2. Moneda Extranjera	224 354	34,5	214 276	32,1	-4,5
(En millones de US\$)	65 793		64 824		-1,5
<b>II. Sistema CCE S.A.</b>	<b>102 790</b>	<b>15,8</b>	<b>109 919</b>	<b>16,5</b>	<b>6,9</b>
a. Cheques	101 565	15,6	106 202	15,9	4,6
1. Moneda Nacional	64 460	9,9	69 539	10,4	7,9
2. Moneda Extranjera	37 105	5,7	36 663	5,5	-1,2
(En millones de US\$)	10 887		11 109		2,0
b. Transeferencias de Crédito	1 225	0,2	3 717	0,6	203,4
1. Moneda Nacional	699	0,1	2 549	0,4	264,7
2. Moneda Extranjera	526	0,1	1 168	0,2	122,1
(En millones de US\$)	156		354		126,9
<b>III. Total (I+II)</b>	<b>650 322</b>	<b>100,0</b>	<b>666 711</b>	<b>100,0</b>	<b>2,5</b>
1. Moneda Nacional	388 337	59,7	414 604	62,2	6,8
2. Moneda Extranjera	261 985	40,3	252 107	37,8	-3,8
(En millnes de US\$)	76 836		76 287		-0,7
	Número (En miles de unidades)				
	2004	Estructura (%)	2005	Estructura (%)	Var. % 05/04
<b>I. Sistema LBTR</b>	<b>312</b>	<b>3,7</b>	<b>331</b>	<b>3,8</b>	<b>6,1</b>
1. Moneda Nacional	179	2,1	195	2,2	8,9
2. Moneda Extranjera	133	1,6	136	1,6	2,3
<b>II. Sistema CCE S.A.</b>	<b>8 051</b>	<b>96,3</b>	<b>8 406</b>	<b>96,2</b>	<b>4,4</b>
a. Cheques	7 870	94,1	7 918	90,6	0,6
1. Moneda Nacional	4 832	57,8	4 975	56,9	3,0
2. Moneda Extranjera	3 038	36,3	2 943	33,7	-3,1
b. Transferencias de Crédito	181	2,2	488	5,6	169,6
1. Moneda Nacional	133	1,6	406	4,6	205,3
2. Moneda Extranjera	48	0,6	82	0,9	70,8
<b>III. Total (I+II)</b>	<b>8 363</b>	<b>100,0</b>	<b>8 737</b>	<b>100,0</b>	<b>4,5</b>
1. Moneda Nacional	5 144	61,5	5 576	63,8	8,4
2. Moneda Extranjera	3 219	38,5	3 161	36,2	-1,8

Fuente: BCRP.

#### f. El Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores

Este nuevo sistema de liquidación de valores, que perfecciona y reemplaza al anterior, está basado en múltiples empresas bancarias que actúan como representantes de los participantes directos denominados Bancos Liquidadores. Con ello, el riesgo de

liquidación se controla adecuadamente, ya que en lugar de depender de una sola empresa bancaria para hacer frente a posibles necesidades de liquidez de los participantes directos, como sucedía anteriormente, ahora existen seis empresas bancarias de las más grandes del país para otorgar líneas de crédito a los participantes, con lo que la capacidad del sistema para atender requerimientos

temporales de liquidez aumenta considerablemente.

Otra ventaja de este nuevo sistema, y que otorga mayor seguridad y eficiencia a la fase de liquidación de fondos, es que el nuevo agente liquidador es el Banco Central, institución libre de riesgo de intervención o de riesgo de liquidez. Esto último se refiere al riesgo de que la contraparte no liquide su obligación por el monto total cuando ésta vence. El riesgo de liquidez no implica que la contraparte sea insolvente dado que existe la posibilidad de que pueda liquidar las obligaciones en una fecha futura no determinada. Es de precisar que de esta manera se cumple con uno de los principios básicos para los sistemas de pago, fijados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS por sus siglas en inglés), que establece que el activo de liquidación sea el dinero del Banco Central.

Otro elemento que refuerza la seguridad y eficiencia de la liquidación de fondos es que ésta se ejecuta ahora a través del sistema LBTR, en donde cada orden de transferencia se procesa y liquida inmediatamente siempre que

la entidad pagadora disponga de recursos suficientes, eliminando el riesgo de liquidación de los bancos liquidadores.

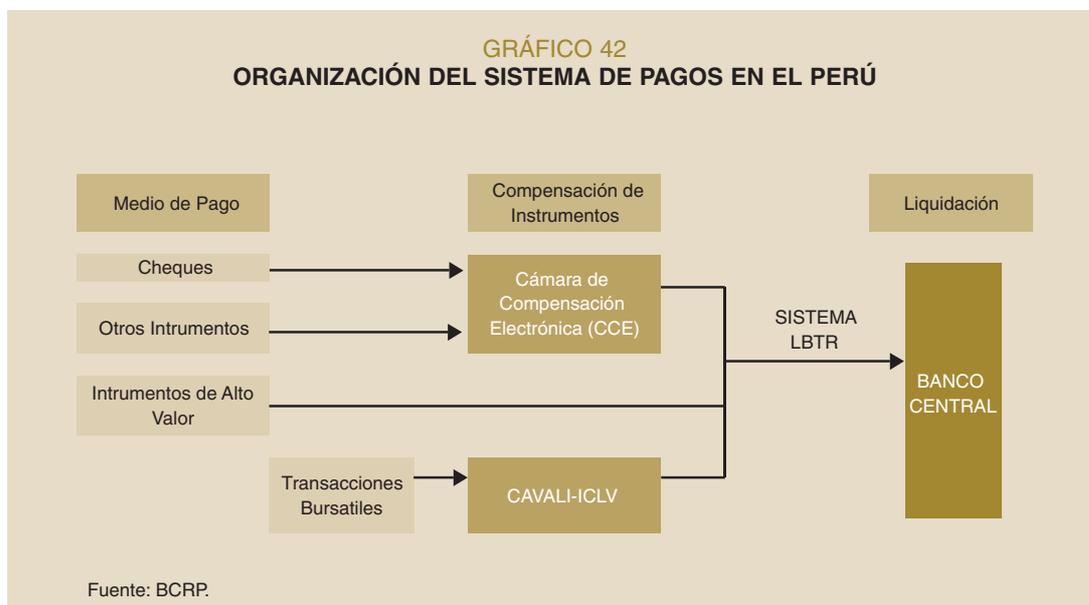
Finalmente, bajo este nuevo sistema se refuerza el cumplimiento de la recomendación del BIS de que el riesgo de que el vendedor de un valor entregue dicho valor pero no reciba el pago o que el comprador de un valor haga el pago pero no reciba la entrega del valor, sea eliminado mediante un esquema de entrega contra pago efectivo, que asegure que las dos fases de la transacción, tanto el pago como la entrega, se lleven a cabo.

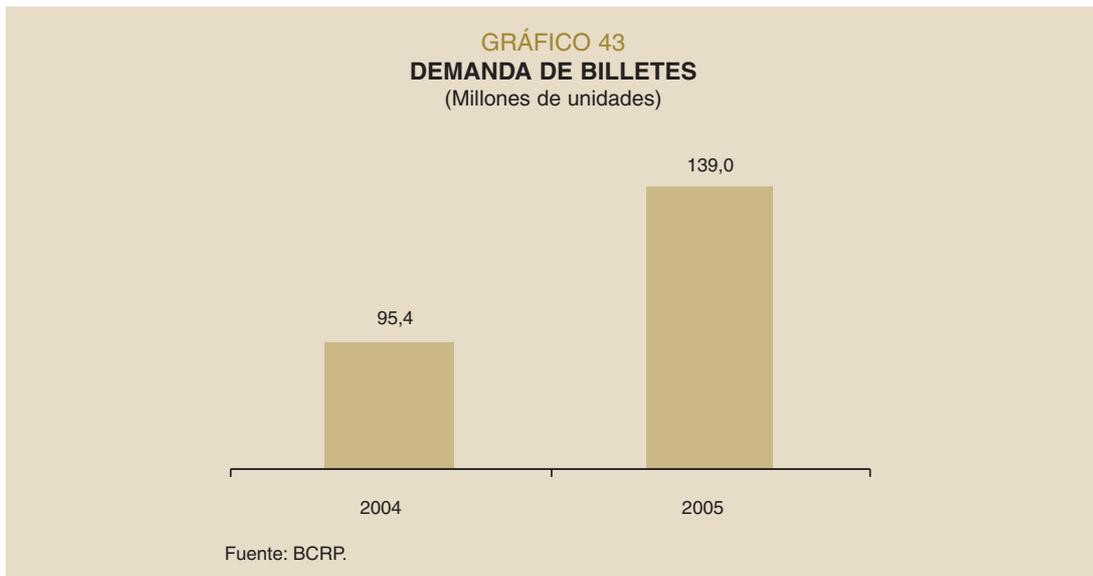
#### 4. Administración de numerario

##### Demanda de billetes y monedas

En el año 2005 el desarrollo de la economía impulsó una mayor demanda de numerario, a lo que también contribuyó la mejora de los estándares de calidad de los billetes, que significó una mayor reposición de billetes deteriorados.

En ese contexto, se registró un importante aumento de la demanda de billetes (45,7 por

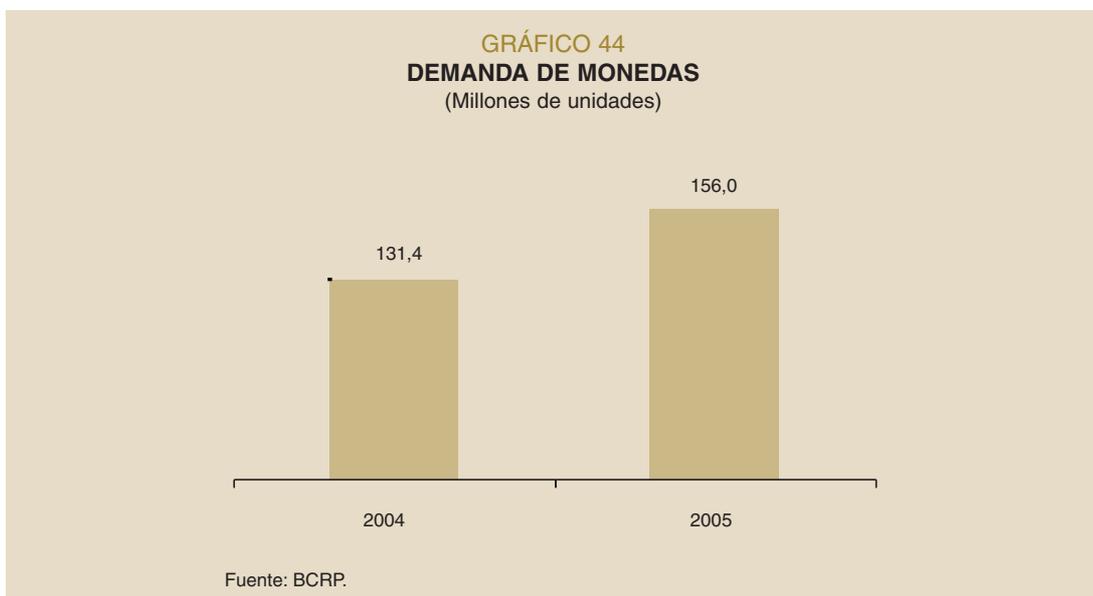




ciento), que se reflejó en todas las denominaciones. La mayor participación la tuvo el billete de S/. 10,00.

La demanda de monedas aumentó en 19,0 por ciento, debido principalmente al requerimiento en las denominaciones de bajo valor (S/. 0,01 y S/. 0,05), que se incrementó a partir del segundo semestre del año. La moneda más solicitada fue S/. 0,10.

Para cumplir adecuadamente con la función de emitir billetes y monedas en representación del Estado, el Banco Central llevó a cabo una Licitación Internacional por Invitación para la adquisición de 105 millones de billetes de S/. 10,00 y 40 millones de billetes de S/. 50,00. La buena pro se otorgó a las empresas Francois Charles Oberthur Fiduciaire de Francia y Bundesdruckerei International Services GmbH de Alemania, respectivamente.





Asimismo, para asegurar un adecuado abastecimiento de monedas, se contrató el servicio de transformación de 350 toneladas de alpaca y 40 toneladas de latón a flejes laminados. Adicionalmente, se adquirió 330,2 toneladas de flejes laminados de latón, 137,8 toneladas de flejes laminados de alpaca y 7,2 toneladas de flejes laminados de aluminio. Parte significativa de estas adquisiciones será entregada al Banco en el año 2006.

En el mes de noviembre se puso en circulación el billete de S/. 100,00 que incorpora tres nuevos elementos de seguridad, como son el hilo intersaliente holográfico, la banda iridiscente y la tinta que cambia de color impresa en serigrafía, facilitando su rápida identificación por parte del público. En el mes de diciembre se puso en circulación monedas de S/.0,01 producidas en aluminio.

En cuanto a la difusión de los elementos de seguridad de nuestros billetes y monedas, se dictó a nivel nacional 446 charlas gratuitas al personal de las empresas del sistema financiero, empresas comerciales y público en general, a las que asistieron aproximadamente 20 mil personas. Asimismo, se distribuyó 333 mil afiches, volantes y folletos referidos a elementos de seguridad de nuestros billetes y monedas así como al cuidado del billete.

### Destrucción de numerario

En el año se destruyó 63,3 millones de billetes expresados en nuevos soles mediante la modalidad de trituración en 49 actos. También se laminó 9 millones de monedas deterioradas de S/.1,00 en 10 actos realizados en las instalaciones de la Casa Nacional de Moneda.

### Casa Nacional de Moneda

La Casa Nacional de Moneda acuñó 112,3 millones de monedas, correspondiendo las

mayores cantidades a las denominaciones de S/. 0,10 y S/. 0,01, como se observa en el siguiente cuadro.

**CUADRO 50  
PRODUCCIÓN DE MONEDAS**

Denominación	Cantidad (millones de unidades)	Valor monetario (millones de nuevos soles)
S/. 0,01	22,7	0,22
S/. 0,05	8,9	0,45
S/. 0,10	39,5	3,95
S/. 0,50	14,6	7,30
S/. 1,00	14,6	14,60
S/. 2,00	6,0	12,00
S/. 5,00	6,0	30,00
<b>Total</b>	<b>112,3</b>	<b>68,52</b>

Fuente: BCRP.

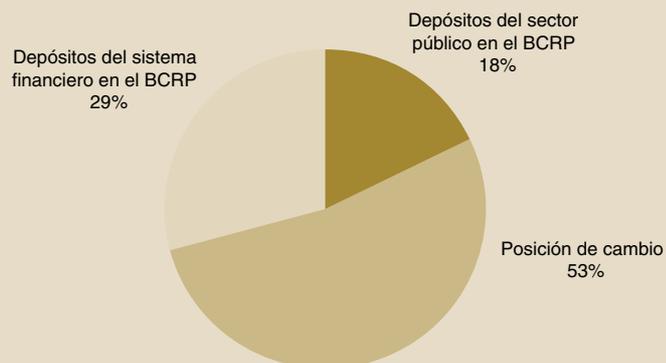
Cabe mencionar que la Casa Nacional de Moneda también fabricó 870 monedas conmemorativas de plata y 40 de oro.

### 5. Reservas internacionales netas (RIN)

En 2005, la economía peruana continuó mostrando una sólida posición de liquidez internacional, sustentada en el alto nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) mantenidas por el Banco Central. A fin de año, las RIN ascendieron a US\$ 14 097 millones, es decir, US\$ 1 466 millones más que las registradas el año anterior.

El flujo positivo de las RIN fue resultado principalmente de los mayores depósitos del sistema financiero por US\$ 1 251 millones y de las compras netas de moneda extranjera efectuadas por el BCRP, las que ascendieron a US\$ 767 millones. Estos flujos positivos fueron parcialmente compensados por retiros de depósitos del sector público por US\$ 587 millones.

**GRÁFICO 45**  
**COMPOSICIÓN DE LAS RIN AL 31 DE DICIEMBRE DE 2005**



Fuente: BCRP.

**CUADRO 51**  
**FLUJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)**  
(Millones de US\$)

	2003	2004	2005
<b>I. Operaciones cambiarias</b>	<b>998</b>	<b>1 854</b>	<b>767</b>
1. Mesa de Negociación	1 050	2 340	2 699
- Compras	1 050	2 340	3 130
- Ventas	-	-	431
2. Sector público	-51	-487	-1 935
3. Otros	-1	2	3
<b>II. Depósitos del sistema financiero</b>	<b>-488</b>	<b>23</b>	<b>1 251</b>
1. Empresas bancarias	-361	124	1 265
2. Banco de la Nación	-137	-108	-12
3. Otros	9	7	-2
<b>II. Depósitos del sector público</b>	<b>-139</b>	<b>359</b>	<b>-587</b>
<b>IV. Otros</b>	<b>226</b>	<b>201</b>	<b>35</b>
<b>V. TOTAL</b>	<b>596</b>	<b>2 437</b>	<b>1 466</b>
<b>Saldos al 31 de diciembre:</b>			
Reservas Internacionales netas	10 194	12 631	14 097
Posición de cambio	4 583	6 639	7 450
Depósitos del sistema financiero	2 892	2 915	4 165
Depósitos del sector público en el BCRP	2 761	3 120	2 533

Fuente: BCRP.

La posición de cambio del Banco Central se elevó en US\$ 812 millones principalmente como consecuencia de las operaciones cambiarias efectuadas durante el año. Al cierre

del año la posición de cambio ascendió a US\$ 7 451 millones, representando el 53 por ciento del total de RIN, participación similar a la del año previo.

**GRÁFICO 46**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS Y POSICIÓN DE CAMBIO DEL BCRP**  
 (Millones de US\$)



Fuente: BCRP.

## Gestión de las reservas internacionales

Durante el año 2005 las reservas internacionales brutas (RIB) se incrementaron en US\$ 1 471 millones (11,6 por ciento) con respecto a diciembre de 2004 hasta alcanzar un saldo equivalente a US\$ 14 120 millones. Al cierre del año el 61 por ciento de las reservas brutas se hallaba invertido en valores líquidos y otro 32 por ciento en depósitos en el exterior.

Los activos internacionales de reserva líquidos (Reservas Internacionales Brutas menos suscripción en el FLAR, saldo de convenios

internacionales (ALADI) y tenencias en bóveda, principalmente de oro) al cierre de 2005 llegaron a un nivel de US\$ 13 463 millones. Las inversiones en dólares fueron el principal componente de dicho saldo, si bien su participación disminuyó con relación al año previo de 88,4 a 79,1 por ciento, incrementándose las inversiones en otras monedas. Respecto al grado de riesgo, las inversiones de grado "AAA" siguen siendo mayoritarias (60 por ciento del portafolio) aunque aquellas con grado de riesgo intermedio "A" aumentaron su participación de cero hasta 4,1 por ciento en diciembre de 2005.

**CUADRO 52**  
**RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS**  
 (Millones de US\$)

Rubro	31.12.2004		31.12.2005	
	Monto	%	Monto	%
Depósitos en el exterior	4 305	34,0	4 485	31,8
Valores	7 488	59,2	8 687	61,5
Oro	489	3,9	576	4,1
Otros 1/	368	2,9	372	2,6
<b>TOTAL</b>	<b>12 649</b>	<b>100,0</b>	<b>14 120</b>	<b>100,0</b>

1/ Incluye aporte al FLAR y saldos activos por Convenios Internacionales.

Fuente: BCRP.

**CUADRO 53**  
**COMPOSICIÓN DE ACTIVOS LÍQUIDOS**  
**INTERNACIONALES**  
 (Estructura porcentual)

	2004	2005
<b>1. Por moneda y oro</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
US\$	88,4	79,1
Otras monedas	9,6	18,8
Oro	2,0	2,1
<b>2. Por plazo al vencimiento</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
0-3 meses	46,4	56,8
3-12 meses	26,3	13,2
1-5 años	27,3	30,0
<b>3. Por calificativos de largo plazo</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
AAA	59,9	60,0
AA+/AA/AA-	40,1	35,9
A+/A	-,-	4,1

Fuente: BCRP.

En cuanto a los plazos de maduración, aumentó la participación de las inversiones de menos de 3 meses de 46,4 a 56,8 por ciento; así como de aquellas inversiones mayores a 1 año de 27,3 a 30 por ciento. La duración promedio fue 0,8 años y la rentabilidad contable promedio fue 2,8 por ciento.

En el caso de la **Posición de Cambio**, la composición por monedas fue la siguiente: dólares de los Estados Unidos de América 58 por ciento, euros 29 por ciento, libras esterlinas 4 por ciento y dólares canadienses 1 por ciento. El restante de 8 por ciento permaneció invertido en oro.

## 6. Ahorro financiero y mercado de capitales

La expansión del sistema financiero puede analizarse también mediante el crecimiento del ahorro financiero, que incluye el total de obligaciones del sistema financiero con el sector privado, a excepción del dinero (billetes y monedas en poder del público y los depósitos

a la vista). En 2005, el ahorro financiero representó el 29 por ciento del PBI, nivel superior en un punto porcentual al de 2004 y en 11,5 puntos porcentuales al registrado en 1996. Este crecimiento estuvo asociado principalmente a la captación de mayores depósitos del público y al incremento del ahorro institucional a través de los fondos mutuos, fondos privados de pensiones y sistemas de seguros de vida.

El crecimiento del ahorro financiero fue impulsado por el componente en nuevos soles que creció a una tasa real de 25 por ciento, pasando a representar el 15,4 por ciento del PBI (desde 13,4 por ciento que fue en 2004). Las mayores contribuciones al crecimiento las dieron los fondos de pensiones y las empresas bancarias.

El ahorro financiero en dólares, por su parte, registró un crecimiento real de 3,7 por ciento real, explicado principalmente por la mayor captación de las empresas bancarias bajo la forma de mayores depósitos en dólares ante la incertidumbre electoral.

**CUADRO 54**  
**AHORRO FINANCIERO**  
 (Saldos promedio del periodo, en porcentajes del PBI)

	Moneda Nacional	TOTAL
1996	4,4	17,5
1997	5,2	19,8
1998	6,3	22,2
1999	7,1	24,9
2000	7,9	25,6
2001	9,1	26,7
2002	10,6	27,5
2003	12,2	28,6
2004	13,4	28,1
2005	15,4	29,0

Fuente: BCRP.



### a. Mercado primario de renta fija

Al cierre de 2005 el saldo de instrumentos de renta fija emitidos por empresas privadas registró un incremento de 8 por ciento con relación a 2004. Este porcentaje fue menor al 21 por ciento registrado el año previo debido al mayor flujo de vencimientos, producto de rescates anticipados de bonos efectuados durante la primera mitad del año. El número de emisores, tomando en cuenta sólo las empresas privadas no financieras, se incrementó de 38 a 43.

Al igual que en años previos, la expansión del mercado de renta fija se debió fundamentalmente al crecimiento de las emisiones corporativas de empresas privadas no financieras. En el año se observó un apreciable aumento del saldo de bonos de titulación de empresas privadas de 55 por ciento y de instrumentos de corto plazo de 115 por ciento, ambos con respecto a 2004. Por el contrario, el saldo de instrumentos emitidos por empresas financieras se mantuvo casi sin variación, aunque modificando su composición, con un incremento de bonos de titulación de empresas financieras y una disminución de los bonos de arrendamiento financiero. Las empresas no financieras que realizaron mayores emisiones fueron Hunt Oil, Telefónica del Perú, Egenor, Relapasa, Transportadora del Gas del Perú, Alicorp y Edegel, que en conjunto colocaron S/. 2 118 millones, lo que representa el 43 por ciento del total colocado en el mercado interno a lo largo del año.

Pese al incremento de las tasas de interés en dólares, la proporción de instrumentos de renta fija en esta moneda, principalmente de bonos e instrumentos de corto plazo, se mantuvo estable a lo largo del año. Hubo un aumento de los saldos en soles de 17 a 20 por ciento, por sustitución de emisiones VAC, cuyos saldos

cayeron de 17 a 14 por ciento. Esto fue un reflejo del alargamiento de los plazos de emisión en soles y la reducción de las tasas de interés que permitió a las empresas emitir deuda en soles a plazos de hasta 10 años. En este proceso jugaron un papel fundamental las emisiones del gobierno que se constituyeron en los puntos de referencia utilizados por los inversionistas para valorizar las emisiones privadas en nuevos soles.

### b. Mercado bursátil

En 2005, continuó el dinamismo de la Bolsa de Valores de Lima, registrando rendimientos positivos por cuarto año consecutivo, de 29,4 por ciento en el Índice General y 24,7 por ciento en el Índice Selectivo. A nivel sectorial destacan los incrementos de 105,2 por ciento en las acciones de empresas bancarias y financieras y de 41,4 por ciento en las de inversión.

Los volúmenes transados durante el año ascendieron a S/. 12 023 millones, de los cuales S/. 8 753 millones correspondieron a valores de renta variable (73 por ciento del total) y S/. 3 270 millones a valores de renta fija.

En términos reales, los volúmenes transados aumentaron 40,8 por ciento durante 2005, correspondiendo aumentos de 62,2 por ciento para los valores de renta variable y 4,0 por ciento para los valores de renta fija. El número de operaciones se incrementó también en 15 por ciento con relación al año previo.

El valor de la capitalización bursátil aumentó 87 por ciento, alcanzando un nivel equivalente a 34,5 por ciento del PBI. Cabe destacar que, a mediados de año aumentó la capitalización de la empresa Southern Peru como consecuencia de la adquisición de las acciones de Minera México, tras lo cual se emitieron nuevas acciones a favor de America Mining

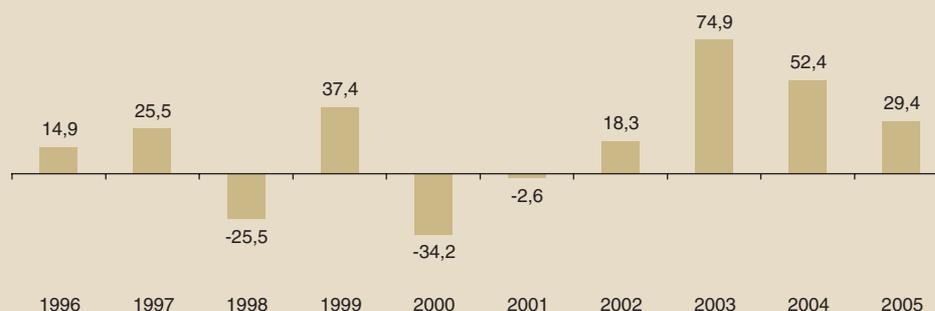
CUADRO 55  
BOLSA DE VALORES

	2003	2004	2005	Variaciones Porcentuales	
				2004	2005
<b>ÍNDICES (fin de periodo)</b> (Diciembre 1991 = 100)					
Índice General Bursátil	2 435,0	3 710,4	4 802,3	52,4	29,4
Índice Selectivo Bursátil	3 993,9	6 159,6	7 681,1	54,2	24,7
Índice Selectivo Peru-15	4 172,1	6 698,7	8 440,1	60,6	26,0
Índice de Derivados ID1-BVL 1/	1 853,5	2 072,4	2 481,9	11,8	19,8
<b>MONTOS NEGOCIADOS</b>					
(Millones de nuevos soles)	<b>7 836</b>	<b>8 415</b>	<b>12 023</b>	<b>7,4</b>	<b>42,9</b>
Renta Variable	3 963	5 316	8 753	34,1	64,6
Renta Fija	3 873	3 099	3 270	-20,0	5,5
<b>CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL</b>					
(Millones de nuevos soles de diciembre de 2005)	58 693	67 317	124 062	14,7	84,3
(Millones de dólares)	16 084	20 108	36 196	25,0	80,0
(Porcentaje del PBI)	23,6	26,4	34,5		

Fuente : Bolsa de Valores de Lima.

1/ El Índice ID1-BVL es un indicador elaborado y calculado por la Bolsa de Valores de Lima, para medir el rendimiento de una cartera de valores de renta variable que representa las tenencias promedio de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

GRÁFICO 47  
BOLSA DE VALORES DE LIMA  
RENTABILIDAD ANUAL 1996 - 2005 <sup>1/</sup>



1/ Rentabilidad al último día del año.  
Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

Corporation, controladora de las acciones de la empresa mexicana.

### c. Sistema privado de pensiones

A diciembre de 2005, el valor del fondo privado de pensiones llegó a S/. 32 223 millones, superior en 25,6 por ciento al del cierre del año

anterior. Con ello, el valor del fondo a finales de año alcanzó un nivel equivalente a 12,3 por ciento del PBI. A su vez el número de afiliados aumentó 7,1 por ciento llegando a 3,6 millones.

La rentabilidad real de los fondos de pensiones fue 18,4 por ciento, por encima del promedio histórico de 8,8 por ciento real en



**CUADRO 56**  
**SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES**

	2003	2004	2005
<b>Número de afiliados</b>			
En miles	3 193	3 397	3 637
Variación porcentual, fin de periodo	6,7	6,4	7,1
<b>Valor del fondo</b>			
En millones de nuevos soles	21 844	25 651	32 223
Variación porcentual, fin de periodo	38,7	17,4	25,6
En porcentaje del PBI	10,3	10,8	12,3
<b>Rentabilidad (En porcentajes)</b>			
Nominal	24,2	9,3	20,2
Real	21,2	5,6	18,4
Real neta de comisiones 1/	4,4	4,8	6,2

1/ Rentabilidad histórica anualizada. A partir del año 2004 corresponde a la publicada por la SBS.  
Fuente: SBS.

los últimos 10 años. Esta mayor rentabilidad obedeció al mejor desempeño que mostró el portafolio de acciones, cuyo rendimiento, medido a través del Índice de Derivados de la Bolsa de Valores de Lima, fue 19,8 por ciento

nominal frente al 11,8 por ciento de 2004. La rentabilidad real del sistema, descontadas las comisiones que cobran las AFP a sus afiliados, se ubicó en alrededor de 6,2 por ciento hacia fines de año.

**CUADRO 57**  
**ESTRUCTURA DE PORTAFOLIO DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES**  
(En porcentajes)

	2003	2004	2005
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>a. Valores gubernamentales</b>	<b>19,5</b>	<b>24,2</b>	<b>20,3</b>
Valores del gobierno central	12,9	11,9	14,6
Valores del Banco Central	4,2	10,4	4,7
Bonos Brady	2,4	1,9	1,0
<b>b. Empresas del sistema financiero</b>	<b>23,0</b>	<b>13,4</b>	<b>14,0</b>
Depósitos en moneda nacional	11,5	5,9	4,5
Depósitos en moneda extranjera	5,2	1,9	3,0
Acciones	0,4	0,6	0,8
Bonos	4,8	3,6	2,9
Otros 1/	1,1	1,4	2,8
<b>c. Empresas no financieras</b>	<b>48,8</b>	<b>52,2</b>	<b>55,6</b>
Acciones comunes y de inversión	35,2	37,0	35,6
Bonos corporativos	11,5	11,3	10,7
Otros 2/	2,1	3,9	9,3
<b>d. Inversiones en el exterior</b>	<b>8,7</b>	<b>10,2</b>	<b>10,1</b>
Títulos de deuda de estados extranjeros	1,3	1,2	0,6
Fondos mutuos extranjeros	7,4	8,9	9,5
Acciones de empresas extranjeras	--	0,1	0,0
American Depository Shares (ADS)	--	--	--

1/ Incluye letras hipotecarias y cuotas de fondos de inversión.

2/ Incluye papeles comerciales y activos titulizados.

Fuente: SBS.

Respecto a la composición de portafolio, se registró una disminución de la participación de los valores gubernamentales de 24,2 a 20,3 por ciento del portafolio. Asimismo, se observó un incremento del rubro otros valores emitidos por empresas del sector privado no financiero cuya participación se elevó de 3,9 a 9,3 por ciento del portafolio, consistentes principalmente en cuotas de fondos de inversión y activos titulizados, parte de los cuales están respaldados por activos de procedencia externa. En conjunto las inversiones en instrumentos emitidos por empresas privadas no financieras aumentaron su participación desde 52,2 por ciento del valor del fondo a 55,6 por ciento. Las inversiones en el exterior mantuvieron su participación en 10,1 por ciento, cerca del límite regulatorio de 10,5 por ciento.

Durante el año se concretó el ingreso de una nueva administradora de fondos de pensiones,

AFP Prima, con lo cual el número de operadores en este mercado asciende a cinco. Cabe mencionar además que, a partir de noviembre de 2005 entró en funcionamiento el sistema de multifondos que permite a los afiliados optar hasta por tres tipos de fondos, según su tolerancia al riesgo. A diciembre la composición era: fondo tipo 1 (conservador) representaba el 7 por ciento; el fondo tipo 2 (medio) el 92 por ciento y el tipo 3 (arriesgado) el 1 por ciento.

#### d. Fondos mutuos de inversión

Durante el año el patrimonio administrado por los fondos mutuos de inversión recuperó parcialmente la caída registrada el año previo a consecuencia del incremento de las tasas de interés internacionales. El patrimonio de los fondos en poder del sector privado no financiero aumentó casi 20 por ciento mientras que el

CUADRO 58  
FONDOS MUTUOS

	2003	2004	2005
<b>Número de partícipes</b>			
(En unidades)	66 655	82 568	115 413
Variación porcentual, fin de periodo	20,8	23,9	39,8
<b>Valor del Fondo 1/</b>			
En millones de nuevos soles	5 752	5 347	6 431
Variación porcentual, fin de periodo	24,7	-7,0	20,3
En porcentaje del PBI	2,7	2,2	2,5
<b>Participación (en porcentajes)</b>			
Fondos mixtos	0,4	2,2	2,9
Fondos de renta fija	99,6	97,8	96,8
Soles	12,0	10,7	15,4
Dólares	87,6	87,1	81,4
Estructurados	-	-	0,3
<b>Rentabilidad (en porcentajes)</b>			
Fondos mixtos (nominal)	33,8	6,5	6,2
Fondos mixtos (real)	30,6	2,9	4,6
Fondos de renta fija (nominal)	1,3	-2,4	3,4
En nuevos soles	3,9	2,1	4,3
En dólares 2/	0,9	-3,0	3,2
Fondos de renta fija (real)	-1,2	-5,7	1,9
En nuevos soles	1,4	-1,3	2,8
En dólares	-1,5	-6,3	1,7

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 variación del tipo de cambio del periodo.

Fuente: CONASEV y BCRP.



número de partícipes se incrementó en 40 por ciento sobrepasando los 115 mil a finales de año.

Los fondos de renta fija que invierten en nuevos soles continuaron aumentando su participación dentro del sistema, de 11 a 15 por ciento del total. Esto debido a la mayor rentabilidad que mostraron estos fondos, 4,3 por ciento en promedio, en comparación a la rentabilidad de los fondos de renta fija en dólares, 3,2 por ciento en promedio. Los fondos de renta mixta continuaron teniendo una participación minoritaria de 3 por ciento a diciembre de 2005.

Los principales cambios en la composición del portafolio de inversiones fueron: la reducción de los depósitos e instrumentos del sistema financiero de 45 a 40 por ciento, la disminución de las tenencias de bonos soberanos de 18 a 8 por ciento y el incremento de los valores corporativos de 32 a 36 por ciento y de las operaciones de pacto de 1 a 7 por ciento.

Gran parte de la caída de las tenencias de bonos soberanos se explica por la participación de los fondos mutuos en una operación de intercambio de deuda del gobierno efectuada en mayo, en la cual los fondos mutuos vendieron aproximadamente US\$ 141 millones.

Cabe señalar como un hecho destacable la entrada en operación, desde diciembre de 2005, de un nuevo tipo de fondo mutuo, llamado fondo estructurado, que permite a la sociedad administradora asegurar un rendimiento mínimo a condición de contar con una garantía establecida según la Ley del Mercado de Valores (depósito bancario, carta fianza, o póliza de seguro a la orden de Conasev). Para ello los fondos estructurados podrían invertir hasta un 15 por ciento del valor del fondo en instrumentos derivados emitidos en el país o en el exterior.

**CUADRO 59**  
**PORTAFOLIO DE LOS FONDOS MUTUOS**  
(En porcentajes)

	2003	2004	2005
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
a. Valores gubernamentales	17,5	20,4	14,7
Valores del gobierno central	14,7	17,8	7,9
Valores del Banco Central	2,4	2,6	3,4
Bonos globales	0,4	-	3,4
b. Empresas del sistema financiero	48,1	45,2	40,2
Depósitos en moneda nacional	5,7	4,1	6,6
Depósitos en moneda extranjera 1/	29,0	26,6	20,8
Bonos	13,4	14,5	12,8
c. Empresas no financieras	28,3	32,1	36,0
Acciones comunes y de inversión	0,2	0,3	0,5
Bonos corporativos y titulizados	24,0	30,1	31,8
Otros 2/	4,1	1,7	3,7
d. Inversiones en el exterior	1,1	1,1	1,9
Títulos de Deuda del Exterior	1,1	0,6	1,7
Acciones		0,5	0,2
e. Operaciones de Pacto	4,9	1,2	7,2

1/ Incluye certificados en moneda extranjera.

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

FUENTE: CONASEV.