



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

*Mayo 2010*



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

*Mayo 2010*

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

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA  
Mayo 2010

Área de Edición e Imprenta  
*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

*Mayo 2010*

## CONTENIDO

	<b>Pág.</b>
PREFACIO .....	5
RESUMEN .....	6
I. ENTORNO MACROECONÓMICO .....	9
I.1 Entorno Internacional .....	9
I.2 Entorno Nacional.....	13
II. MERCADOS FINANCIEROS.....	17
II.1 Análisis de la Situación de los Deudores del Sistema Financiero	17
II.2 Sistema Financiero .....	23
II.3 Mercado de Capitales .....	37
III. INFRAESTRUCTURA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS .....	59
III.1 Marco Regulatorio.....	62
III.2 Estructura del Sistema Financiero .....	64
III.3 Sistemas de Pagos .....	67
IV. ANÁLISIS DE RIESGOS .....	73
V. ESTUDIOS .....	79
V.1 Recuento de propuestas de regulación del sistema financiero .	79
V.2 <i>Stress Testing</i> de Riesgo de Crédito.....	84
GLOSARIO .....	89

## RECUADROS

1. Política monetaria .....	14
2. Depósitos del sector público en la banca, ¿Una fuente de riesgo de liquidez?.....	27
3. Comparación de indicadores financieros de la región .....	35
4. Proyecto de Ley de Creación de Bonos Hipotecarios Cubiertos .....	53
5. El repo interbancario y el desarrollo del mercado de dinero .....	55
6. Mercado de derivados: <i>Swaps</i> de tasas de interés .....	56
7. Infraestructura financiera y el desarrollo de los mercados financieros .....	59
8. Principales cambios normativos .....	63
9. La supervisión de los sistemas de pagos en el Perú .....	72

## PREFACIO<sup>1</sup>

La Estabilidad Financiera se entiende como aquel estado en que los mercados financieros de una economía son capaces de facilitar de manera sostenible los medios de pagos entre los agentes económicos, transformar activos (moneda y plazo, entre otros) y diversificar el riesgo.

Desde 2007, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) viene publicando este Reporte de Estabilidad Financiera, con la finalidad de identificar aquellos factores que afectan la estabilidad financiera.

De acuerdo a la Constitución Política del Perú, el BCRP tiene la responsabilidad de preservar la estabilidad monetaria, y algunos de los factores que la afectan son las perturbaciones en los mercados financieros. Todos estos choques pueden reducir la efectividad de la política monetaria, en tanto alteran los canales que vinculan las variables financieras con las variables reales y, eventualmente, con la inflación; lo que hace menos predecible el impacto de las medidas del BCRP. En consecuencia, es de vital importancia la evaluación de riesgos en los campos de los mercados financieros para considerar medidas de contención y para definir la estrategia de la política monetaria.

En este reporte se inicia la publicación de estudios de temas vinculados a la estabilidad financiera con la finalidad no sólo de contribuir a la mejor comprensión del concepto de estabilidad financiera sino también para promover su desarrollo y preservación.

Este documento se concluyó el 14 de mayo con información financiera al cierre de marzo de 2010. El siguiente número se difundirá en noviembre de 2010 con cifras a setiembre del mismo año.

---

1 Documento elaborado por la Gerencia de Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera.





## RESUMEN

**i. La economía mundial muestra signos de recuperación luego de la importante contracción registrada en 2009.**

El PBI mundial se redujo en 0,8%, en 2009, caída que fue amortiguada por las políticas contracíclicas fiscales y monetarias de los gobiernos del mundo.

Se espera que la economía mundial se recupere durante 2010 y 2011 (crecimiento del PBI de 4,2% y 4,3%, respectivamente), gracias al desempeño positivo, aunque lento, de los EE.UU. así como de los países emergentes y en desarrollo. No obstante, la sostenibilidad de la recuperación mundial todavía se encuentra en debate, debido a la posibilidad aún presente de una doble recesión en los EE.UU., y a los problemas derivados de la deuda fiscal en algunos países de la Zona del Euro y su posible efecto contagio.

**ii. La economía nacional viene presentando indicadores claros de mayor crecimiento respecto al año anterior, lo cual contribuirá a robustecer la situación del sistema financiero.**

Los sectores no primarios son los que han mostrado una mayor recuperación, así como el comercio internacional de bienes. En general, la expectativa de los agentes económicos es de una mayor actividad económica. Se espera un crecimiento de 5,0% del PBI de este año. Sin embargo, es necesario que el retiro de los estímulos a la actividad económica que se implementaron durante la crisis, se lleve a cabo de manera que se evite frenar la tasa de crecimiento de la economía.

**iii. Las empresas corporativas han mejorado su solidez financiera a partir del segundo semestre de 2009 y se espera que su desempeño financiero mejore en los siguientes meses, dadas las perspectivas de crecimiento de la economía peruana.** La mejora de los márgenes operativos junto con la reducción de gastos financieros por las menores tasas de interés mejoró los índices de rentabilidad.

Las mayores ventas y la finalización del proceso de ajuste de inventarios, así como la reanudación de los planes de inversión empresariales se traducirán en mayores requerimientos financieros y una mayor demanda por crédito y fondos prestables. La disponibilidad actual de fondos y el bajo costo del financiamiento proveniente del sistema financiero y del mercado de capitales constituyen un entorno favorable para el financiamiento de tales proyectos.

**iv. Los hogares se vieron afectados por la disminución del crecimiento del empleo, lo que se tradujo en un incremento de la morosidad de este sector.**

Sin embargo, el crédito a este segmento ha mostrado una moderada aceleración en los últimos meses, impulsado por los créditos hipotecarios fundamentalmente.

- v. **El sistema financiero está ya alcanzando los niveles observados previos a la agudización de la crisis financiera internacional. Las colocaciones y los depósitos del sistema financiero han mostrado una leve aceleración en los últimos seis meses.**

La recuperación de la economía viene incentivando la demanda por créditos, y se espera que la morosidad vaya disminuyendo conforme la reactivación económica vaya consolidándose a lo largo del año. Por otro lado, la rentabilidad del sistema financiero mostró una recuperación en los últimos meses, impulsada por la mejora en la administración del costo operativo, y como reflejo de la reactivación de la actividad económica doméstica.

- vi. **La dolarización del sistema financiero mantiene una tendencia decreciente, explicada por la apreciación del sol frente al dólar. La liquidez del sistema financiero mostró una recomposición hacia la moneda doméstica.** Los depósitos y créditos en moneda extranjera, disminuyeron su participación en el total. El sistema financiero mostró niveles adecuados de liquidez para afrontar sus obligaciones en ambas monedas.

- vii. **Las tasas de interés activas en moneda nacional y moneda extranjera mostraron una tendencia decreciente, acorde con la política expansiva del BCRP.** La disminución de la tasa de interés activa se dio en una menor proporción que las pasivas, en un contexto de menor actividad económica, en el que las entidades del sistema financiero se orientan a preservar el margen de ganancias ante menores expectativas de crecimiento.

- viii. **El mercado de capitales se estabilizó lo cual se evidencia en la reducción de los rendimientos a lo largo de toda la curva de los bonos soberanos y la recuperación del dinamismo de la emisión de deuda privada.**

Sin embargo, permanecen como principales retos del mercado de capitales, la profundización del mercado, el desarrollo de nuevos instrumentos y la incorporación de nuevos emisores.

- ix. **En el periodo que comprende desde abril de 2009 a marzo de 2010 los sistemas de pagos se constituyeron en un factor de estabilidad a pesar del contexto de la crisis financiera internacional,** continuando la tendencia creciente, aunque a un menor ritmo, de las transferencias interbancarias, principalmente las procesadas en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

- x. Entre los principales riesgos que enfrenta el sistema financiero se puede mencionar los siguientes:





- a. Una recuperación mundial más lenta de la esperada.** Este escenario podría afectar el crecimiento del sistema financiero, así como la administración de sus riesgos.
  
- b. Una oferta limitada de instrumentos de inversión con relación a la demanda en el mercado doméstico.** El crecimiento esperado en los recursos de los inversionistas institucionales puede generar una demanda por títulos que exceda significativamente la oferta de los mismos, afectando el precio de los instrumentos y la asignación de recursos. Por ello, es deseable que el mercado de capitales doméstico acelere su crecimiento. Sin embargo, ello requiere incorporar nuevos emisores, incrementar los montos emitidos y promover la liquidez en los mercados secundarios, entre otros.

# I. ENTORNO MACROECONÓMICO

La economía mundial registró una importante contracción en 2009, la cual fue amortiguada por las políticas contracíclicas fiscales y monetarias de los gobiernos del mundo. A pesar de que la Gran Recesión ya se habría superado, el debate actual se centra en la trayectoria y en la sostenibilidad de la recuperación mundial dados los problemas de solvencia de deuda de algunos países de la Zona del Euro.

Por otro lado, la economía doméstica presenta señales claras de recuperación, lo que influye favorablemente en los indicadores de situación del sistema financiero, como por ejemplo la disminución de los ratios de morosidad de los créditos hacia los niveles observados antes de la agudización de la crisis financiera internacional, en octubre de 2008.

## I.1 Entorno Internacional

1. La economía mundial se contrajo en 0,8% durante 2009, periodo en el cual la variación del Producto Bruto Interno de todas las economías desarrolladas fue negativa: -2,5% para los EE.UU.; -3,9% para la Zona del Euro y -5,3% para el Japón (Cuadro 1.1)

La Gran Recesión<sup>2</sup>, que se prolongó desde el cuarto trimestre de 2008 hasta el segundo trimestre de 2009, fue parcialmente amortiguada por las oportunas medidas de políticas fiscal y monetaria realizadas por los gobiernos y los bancos centrales de los países desarrollados, que buscaron mitigar la contracción del consumo privado, de la inversión privada y del comercio internacional.

**CUADRO 1.1**  
**EVOLUCIÓN Y PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DEL PBI (EN %)**

	2009	2010 Estimado			2011 Estimado		
		WEO		Consensus Forecasts Abr. 10	WEO		Consensus Forecasts Abr. 10
		Oct. 09	Abr. 10		Oct. 09	Abr. 10	
Mundial	-0,8	3,1	4,2	3,2	4,2	4,3	3,3
Economías desarrolladas	-3,2	1,3	2,3	n.d.	2,5	2,4	n.d.
EE.UU.	-2,5	1,5	3,1	3,2	2,8	2,6	3,1
Zona del euro	-3,9	0,3	1,0	1,2	1,3	1,5	1,5
Japón	-5,3	1,7	1,9	2,2	2,4	2,0	1,6
Economías emergentes y en desarrollo	2,1	5,1	6,3	n.d.	6,1	6,5	n.d.

n.d.: No disponible.

World Economic Outlook (WEO) Abril 2010, FMI; Consensus Forecasts.

2. El consenso de analistas considera que la economía mundial viene recuperándose rápidamente desde mediados de 2009, con lo cual el PBI mundial registraría un crecimiento moderado durante 2010 y 2011.

2 D. Strauss-Kahn, Director Gerente del Fondo Monetario Internacional. Marzo de 2009.





De acuerdo con el *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (FMI), el PBI mundial crecería 4,2% y 4,3% en 2010 y 2011, respectivamente, gracias a la recuperación de las economías desarrolladas y al importante crecimiento de las economías emergentes, especialmente la de China (10% en 2010 y 9,9% en 2011).

No obstante ello, el riesgo de contracción económica se mantendría latente en la Zona del Euro debido a la crisis de sostenibilidad de la deuda soberana de algunos de sus países-miembro, tales como Grecia, Portugal y España que probablemente los obligue a realizar una fuerte contracción en el gasto público.

- 3. Si bien es cierto que el consenso señalaría que lo peor de la crisis ya ocurrió y que incluso algunas economías emergentes, como Brasil, China e India, estarían revirtiendo sus medidas expansivas de política monetaria y fiscal en el primer semestre de 2010, el debate actual se ha trasladado a la trayectoria de la recuperación mundial, específicamente la de los EE.UU. y de la Zona del Euro.**

Por un lado, los economistas optimistas proyectan una recuperación económica inmediata, basados en la publicación de mejores indicadores de empleo y gastos de inversión privados. Por otro lado, los economistas pesimistas predicen la ocurrencia de una doble recesión, debido al riesgo de que el mayor gasto privado no alcance para compensar el retiro del impulso fiscal. El punto medio de estas proyecciones sugiere una trayectoria de recuperación conservadora, en la cual los mejores indicadores económicos se verían opacados por los datos negativos en la confianza del consumidor, la venta de casas y el PBI del sector construcción.<sup>3</sup>

- 4. El mercado financiero mundial ha registrado una relativa normalización en sus actividades a partir del cuarto trimestre de 2009, luego de superar la crisis sistémica del setiembre de 2008 (quiebra del banco de inversión norteamericano *Lehman Brothers*) y la recesión mundial (2008-2009).**



<sup>3</sup> En abril de 2010, el *Business Cycle Dating Committee* de la *National Bureau of Economic Research* señaló que aún era prematuro declarar el fin de la recesión norteamericana.

Esta normalización de los mercados financieros se aprecia en el Gráfico 1.1, en el cual se muestra la evolución del indicador de riesgo de crédito del mercado interbancario, conocido como *Ted spread* (tasa Libor de 3 meses menos el rendimiento de las letras de Tesoro norteamericano del mismo plazo), el cual disminuyó de 460 puntos básicos en octubre de 2008 a 50 pbs. en mayo de 2009,<sup>4</sup> alcanzando un nivel similar al del inicio de la crisis (julio de 2007).<sup>5</sup>

- 5. Los mercados bursátiles mantuvieron una tendencia positiva en los últimos meses tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, hecho registrado desde marzo de 2009 y que confirmó las expectativas favorables de recuperación económica mundial.** Así, el índice *Morgan Stanley Capital International -MSCI- World*<sup>6</sup> aumentó 27% y 34% durante 2009 y en el periodo abril 2010/2009, respectivamente. Las bolsas de los países desarrollados alcanzaron el nivel pre-Lehman a fines de 2009.

Asimismo, el indicador de rentabilidad de las bolsas de valores de economías emergentes aumentó en 74% y 54% durante 2009 y en el periodo abril 2010/2009, respectivamente. Así, las bolsas de economías en desarrollo alcanzaron el nivel pre-Lehman a mitad de 2009.

- 6. No obstante la importante recuperación que experimentaron en 2009, los índices bursátiles en las economías desarrolladas y emergentes registraron una contracción durante los primeros meses de 2010,** debido a la mayor incertidumbre sobre la sostenibilidad de la deuda fiscal de algunos países de la zona del Euro (España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal) y el tiempo que tomarán esas economías para retomar su senda de crecimiento.



4 La Reserva Federal publicó el análisis de estrés de los principales bancos norteamericanos.

5 Liquidación de dos fondos de cobertura del banco de inversión *Bear Stearns*.

6 La variación del *MSCI World (MSCI Emerging Markets)* refleja el cambio de precios de las bolsas de economías desarrolladas (emergentes).





La coordinación, en abril último, entre el FMI y las autoridades europeas para ayudar a financiar los déficits fiscales de mediano plazo de Grecia, permitió una ligera recuperación de los mercados financieros, la cual se revirtió ante la incertidumbre de los inversionistas respecto a la sostenibilidad fiscal del resto de los países comprometidos de la Zona del Euro.

- 7. Los precios de los principales *commodities* también mantuvieron la recuperación iniciada en marzo de 2009.** El buen desempeño de las economías de China e India en el segundo semestre de 2009 marcó la recuperación de los precios de los bienes básicos (cobre y zinc, fundamentalmente). No obstante ello, la estrechez de las condiciones de oferta y las preocupaciones por la trayectoria de la recuperación de la economía mundial explicaron el continuo crecimiento del precio del oro, superando incluso el nivel registrado durante los peores momentos de la crisis.



**8. Entre los riesgos que se pueden identificar en el escenario internacional destacan:**

- (i) **La posibilidad de una segunda recesión mundial** si los gobiernos en las economías desarrolladas, como los EE.UU., retiran prematuramente los programas de estímulo económico, antes de que el consumo y la inversión del sector privado se recuperen de manera adecuada; si las economías asiáticas no logran consolidar la recuperación económica mundial; y si la crisis fiscal de algunos países de la Zona del Euro tiene más efectos negativos de los esperados. Este escenario limitaría la tasa de recuperación del PBI de las economías emergentes, como la peruana, frenando así la recuperación del crédito doméstico.
- (ii) **Un aumento en la prima de riesgo de la deuda pública de los países emergentes y desarrollados (europeos, principalmente) y mayores expectativas inflacionarias de largo plazo en el mundo**, debido a la necesidad de que los gobiernos mantengan por mucho más tiempo sus programas de estímulo fiscal. Estos hechos podrían encarecer las fuentes de financiamiento del sistema bancario y del sector corporativo de economías emergentes.

(iii) **La falta de consenso entre las autoridades domésticas (bancos centrales, superintendencias de bancos y Poder Legislativo) e internacionales (grupos de reguladores, de países y de bancos centrales) para definir el nuevo marco internacional de regulación y de supervisión del sistema financiero**, que tenga como objetivo minimizar la ocurrencia de una nueva crisis sistémica.<sup>7</sup> La actual “normalización” de las actividades de los mercados y agentes financieros podría generar una complacencia en mantener el esquema de regulación y supervisión existente antes de la crisis.

## I.2 Entorno Nacional

**9. La actividad económica mostró señales claras de recuperación en el último semestre, luego de la menor actividad registrada durante la mayor parte de 2009.** Así, en el cuarto trimestre de 2009 y en el primer trimestre de 2010 la economía registró tasas de crecimiento anual de 3,4% y 6,0% respectivamente. Los principales sectores que mejoraron fueron comercio, construcción y otros servicios, mientras que el más afectado fue el sector manufactura de recursos primarios. Asimismo, la demanda interna que mostró una caída durante la mayor parte de 2009, se viene recuperando acorde con el Producto Bruto Interno (PBI).

**CUADRO 1.2**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales con respecto al mismo período del año anterior)

	2008	2009				2009	2010
	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año	I Trim.
<b>Agropecuario</b>	<b>7,2</b>	<b>4,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>
Agrícola	7,4	3,6	-0,2	0,4	0,8	0,9	3,9
Pecuario	6,0	5,6	4,2	4,7	3,2	4,4	3,5
<b>Pesca</b>	<b>6,3</b>	<b>-14,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-6,1</b>	<b>-14,6</b>	<b>-7,9</b>	<b>-14,2</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>7,6</b>	<b>3,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>
Minería metálica	7,3	0,9	-1,0	-2,0	-3,2	-1,4	-1,3
Hidrocarburos	10,3	30,4	16,7	18,4	3,4	16,1	11,0
<b>Manufactura</b>	<b>9,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>-11,6</b>	<b>-10,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-7,2</b>	<b>7,3</b>
Procesadores de recursos primarios	7,6	3,9	2,2	0,7	-6,3	0,0	-5,6
Manufactura no primaria	8,9	-5,7	-14,4	-12,1	-1,6	-8,5	9,9
<b>Electricidad y agua</b>	<b>7,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,4</b>	<b>1,2</b>	<b>6,4</b>
<b>Construcción</b>	<b>16,5</b>	<b>5,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>4,9</b>	<b>14,8</b>	<b>6,1</b>	<b>16,8</b>
<b>Comercio</b>	<b>13,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>8,1</b>
<b>Otros servicios</b>	<b>9,1</b>	<b>3,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>5,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	<b>9,8</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,4</b>	<b>0,9</b>	<b>6,0</b>

Fuente: Gerencia de Información y Análisis Económico e Instituto Nacional de Estadística e Informática.

7 En la sección V se detallan las medidas prudenciales y estructurales que se vienen debatiendo para modificar el marco de regulación y supervisión del sistema financiero internacional (“Recuento de propuestas de regulación del sistema financiero”).





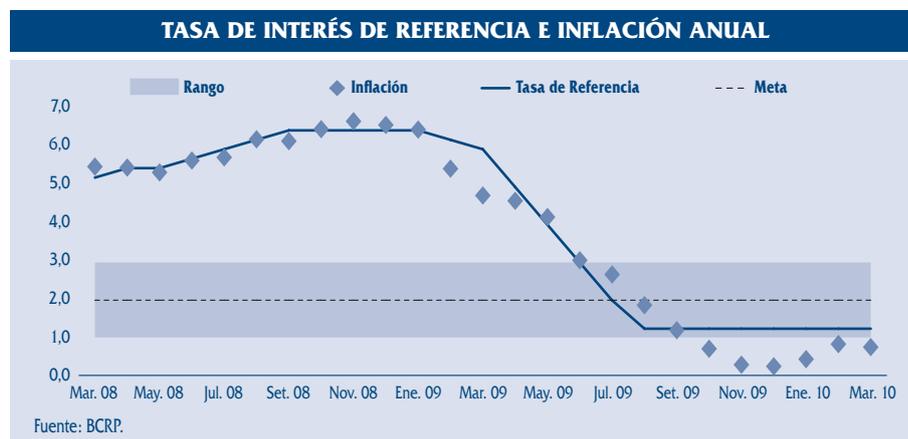
Por el lado del gasto, la actividad económica estuvo impulsada por la recuperación de la inversión y del consumo privado, los cuales revirtieron la tendencia negativa de sus tasas de crecimiento anual durante el primer trimestre de 2010.

### RECUADRO 1 POLÍTICA MONETARIA

En un contexto de crisis financiera internacional como la experimentada durante los últimos dos años, el BCRP contribuyó a preservar la estabilidad del sistema financiero mediante una posición flexible de política monetaria, manteniendo la tasa de referencia en niveles mínimos históricos (1,25%) desde agosto de 2009 y utilizando las operaciones de inyección de liquidez y reducción de plazo de sus títulos para reforzar el impulso expansivo de la política monetaria.

Estas medidas permitieron alcanzar también mínimos históricos de las tasas de interés del sistema financiero, por lo que el crédito continuó creciendo de manera importante, en particular desde octubre de 2009. Por otro lado, con la finalidad de reducir la volatilidad del tipo de cambio y prevenir efectos no deseados en la posición financiera de los agentes económicos, el BCRP intervino en el mercado de cambiario comprando US\$ 3 250 millones entre octubre de 2009 y marzo de 2010, esterilizando luego estas operaciones mediante la colocación de Certificados de Depósito (CD BCRP) a plazos cortos.

Por otro lado, las subastas de *swaps*<sup>8</sup> de divisas de hasta 1 año (básicamente, con las cajas municipales) y la reducción del plazo promedio de las colocaciones de los CD BCRP reforzaron la política monetaria expansiva. En el primer caso, durante el último trimestre de 2009 el BCRP realizó operaciones *swaps* semanales a plazos de un año, que a marzo acumulan un saldo de S/. 260 millones, a una tasa promedio de 1,98%. En el segundo caso, el flujo de CD BCRP entre octubre de 2009 y marzo de 2010 fue de S/. 7 460 millones (acumulando un saldo de S/. 18 509 millones a marzo de 2010), reduciendo el plazo promedio de estos títulos (de 73 a 62 días)



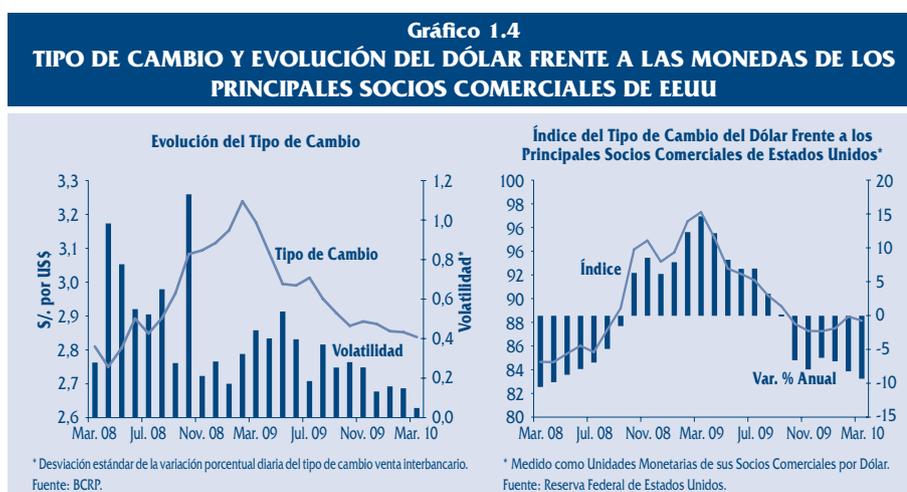
8 Los *swaps* son acuerdos entre dos partes para intercambiar flujos de efectivo durante un periodo dado. Los dos tipos básicos de *swap* son los de divisas y los de tasa de interés.

En lo que va del año, el BCRP estableció medidas de encaje para mejorar la liquidez del sistema financiero y preservar su estabilidad:

- Mediante Circular N°003-2010-BCRP se estableció una tasa de encaje de 35% a los nuevos créditos procedentes del exterior con plazos menores a dos años, manteniéndose exonerados a los créditos de largo plazo.
- Mediante la Circular N°007-2010-BCRP, para el encaje moneda nacional, se reduce el monto que se permite deducir de las obligaciones sujetas al régimen general de acuerdo a un cronograma.
- Mediante la Circular N°008-2010-BCRP, para el encaje en moneda extranjera, se modifica el periodo base para el cálculo de las obligaciones sujetas al régimen general de encaje y se extiende su aplicación a todas las entidades del sistema financiero.

A diferencia del escenario económico observado durante 2008 – 2009, caracterizado por una disminución de la actividad económica mundial, para 2010 se espera una recuperación de las principales economías en el ámbito internacional, sujeto al desarrollo de los problemas de la deuda soberana en la Zona del Euro, con lo que la economía peruana también entraría en una fase de recuperación. De esta manera, en mayo el BCRP elevó la tasa de interés de referencia de política monetaria de 1,25% a 1,50%, medida considerada de carácter preventivo, debido a que los claros indicadores de crecimiento de la producción, en un entorno sin presiones inflacionarias, permiten disminuir el estímulo monetario.

**10. El tipo de cambio ha mostrado una tendencia a la baja, como resultado de la debilidad del dólar con respecto a las principales monedas internacionales.** Como se observa en el Gráfico 1.4, el dólar se depreció respecto a las monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. durante la mayor parte de 2009, lo cual repercutió en el ámbito doméstico, al observarse un tipo de cambio a la baja y con una menor volatilidad con respecto a lo observado en 2008, periodo en el que la crisis financiera internacional se agudizó.





**11. Las expectativas de los agentes con respecto a la economía doméstica han mejorado.** La recuperación de la actividad económica doméstica e internacional provocaron un incremento en la tasa esperada de crecimiento para 2010, comparado con lo que se esperaba para el mismo periodo a fines del año anterior. Por otro lado, se espera que la moneda local mantenga su tendencia apreciatoria frente al dólar en lo que resta del año.

**CUADRO 1.3  
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS**

		Actividad Económica (Var.%)				Tipo de Cambio (S/. por US\$)			
		Mar.09	Set.09	Dic.09	Mar.10	Mar.09	Set.09	Dic.09	Mar.10
Entidades	2010	5,0	4,2	4,1	5,0	3,20	2,90	2,89	2,80
Financieras	2011	5,8	5,0	5,0	5,3	3,25	2,90	2,90	2,78
Analistas	2010	5,1	4,0	4,5	4,9	3,25	3,00	2,87	2,80
	2011	6,0	4,8	5,0	5,0	3,25	2,91	2,85	2,80
Empresas No Financieras	2010	5,5	4,0	4,0	5,0	3,30	3,00	2,95	2,85
	2011	6,0	5,0	5,0	5,0	3,30	3,10	3,00	2,90

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP.

**12. El comercio internacional de bienes<sup>9</sup> ha mostrado una recuperación considerable en los últimos seis meses, impulsado por una mejora de los precios de nuestros productos exportados, así como por el incremento de la demanda externa.** Como se aprecia en el Gráfico 1.5 el comercio de bienes muestra una tendencia positiva durante 2009, aunque todavía se encuentra por debajo del nivel observado antes de la agudización de la crisis financiera internacional (octubre de 2008). Por otro lado, los términos de intercambio muestran una recuperación significativa a partir del cuarto trimestre de 2009, luego de mostrar tasas de crecimiento anuales negativas durante los últimos dos años.

**Gráfico 1.5  
COMERCIO INTERNACIONAL DE BIENES Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**



9 Medido como la suma de exportaciones e importaciones de bienes.

## II. MERCADOS FINANCIEROS

### II.1 Análisis de la Situación de los Deudores del Sistema Financiero

*Durante el segundo semestre de 2009 las empresas corporativas mejoran su solidez financiera, ante la recuperación de las cotizaciones de los commodities. El menor crecimiento del empleo en el último semestre vino acompañado de un incremento de la morosidad de los hogares.*

#### II.1.1 Empresas

13. **En 2009, en especial desde el segundo semestre,<sup>10</sup> las empresas corporativas mejoraron su solidez financiera,** en un escenario internacional que permitió la recuperación de las cotizaciones de los *commodities*.

A inicios de 2009, las empresas se concentraron en ajustar inventarios, rediseñar sus planes de inversión y desarrollar mejoras en sus procesos internos que se tradujeron en mayor eficiencia productiva y reducción de costos. La mejora de los márgenes operativos aunado a la reducción de gastos financieros por la disminución de las tasas de interés fortaleció el nivel de solvencia financiera<sup>11</sup> y mejoró los índices de rentabilidad.

El comportamiento sectorial fue desigual. Sin embargo, todos los sectores, incluso en el textil, que ha sido el más golpeado por la recesión internacional, mostraron una mejora progresiva en sus indicadores de solvencia, apalancamiento y rentabilidad.

Como producto de este fortalecimiento financiero, el proceso de cobranza y de pago de las cuentas no sufrió mayores alteraciones ni retrasos. En general, ello permitió que las empresas tuvieran suficiente liquidez, evitando así la alteración de la cadena de pagos en la economía.

14. **Las empresas de alimentos y bebidas registraron un estancamiento en sus ventas, ante la desaceleración del crecimiento del consumo privado.** No obstante ello, los márgenes operativo y neto mejoraron como consecuencia de los menores costos de ventas gracias a la disminución de los precios de la materia prima e insumos. Los ratios de apalancamiento y solvencia se mantuvieron sin mayores cambios en 2009 y son los más bajos de todo el sector industrial.<sup>12</sup>

---

10 A partir del cuarto trimestre de 2008, muchas empresas vieron afectada sus niveles de venta por diversos factores (disminución del precio de los bienes producidos, menor demanda del exterior y desaceleración en el crecimiento de las ventas locales).

11 Los niveles de deuda de las empresas aumentaron en 2008 debido a sus requerimientos financieros para atender sus programas de inversiones, ampliación de capacidad productiva, adquisición de materias primas e insumos, incremento de inventarios y compra de activos fijos. Estas inversiones fueron programadas con anterioridad a la agudización de la crisis financiera internacional (octubre de 2008).

12 En 2008, estas empresas incrementaron sus niveles de endeudamiento para expandir sus operaciones a través de la adquisición de nuevas empresas o la ampliación de su capacidad productiva sin que ello deteriorase en mayor medida su capacidad de pago.





**CUADRO 2.1**  
**INDICADORES DE VENTAS Y MÁRGENES DEL SECTOR INDUSTRIAL**

Sectores		2007	2008	2009	I Sem.09	II Sem.09
Alimentos y Bebidas	Ventas (Millones de S/.)	8 502	9 958	10 246	4 929	5 317
	Var. % Anual	21%	17%	3%	6%	0%
	Margen operativo <sup>1/</sup>	14%	15%	17%	15%	18%
	Margen neto <sup>2/</sup>	9%	9%	11%	10%	12%
Construcción y Bienes de Capital (excluye Siderúrgicas)	Ventas (Millones de S/.)	6 616	7 868	7 728	3 754	3 973
	Var. % Anual	20%	19%	-2%	-1%	-3%
	Margen operativo <sup>1/</sup>	18%	18%	17%	17%	17%
	Margen neto <sup>2/</sup>	11%	10%	11%	11%	11%
Siderúrgicas	Ventas (Millones de S/.)	2 521	3 859	2 817	1 375	1 443
	Var. % Anual	24%	53%	-27%	-32%	-22%
	Margen operativo <sup>1/</sup>	12%	11%	-8%	-14%	-3%
	Margen neto <sup>2/</sup>	7%	3%	-5%	-13%	3%
Textil	Ventas (Millones de S/.)	1 124	1 044	868	416	453
	Var. % Anual	3%	-7%	-17%	-24%	-9%
	Margen operativo <sup>1/</sup>	10%	9%	6%	3%	9%
	Margen neto <sup>2/</sup>	6%	1%	5%	2%	7%

1/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

2/ Utilidad neta como porcentaje de las ventas.

Fuente: Económica.

**CUADRO 2.2**  
**INDICADORES DE VENTAS Y MÁRGENES DEL SECTOR INDUSTRIAL**  
(En porcentaje)

Sectores		2007	2008	2009	I Sem.09	
Alimentos y Bebidas	Pasivos / Patrimonio Neto	60	67	82	80	
	Pasivos / Ventas	45	44	45	45	
	Gastos Administrativos / Ventas	6,0	5,8	5,5	5,9	
	ROE	17	14	17	20	
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>					
	Inventarios	67	89	88	76	
	Cuentas por cobrar	24	32	39	39	
	Pago a los proveedores	35	42	39	49	
	Construcción y Bienes de Capital (excluye Siderúrgicas)	Pasivos / Patrimonio Neto	73	81	112	105
		Pasivos / Ventas	45	46	58	64
Gastos Administrativos / Ventas		7,4	6,8	6,6	7,1	
ROE		20	20	19	19	
<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>						
Inventarios		114	124	145	129	
Cuentas por cobrar		30	32	37	37	
Pago a los proveedores		46	41	48	52	
Siderúrgicas		Pasivos / Patrimonio Neto	90	93	205	91
		Pasivos / Ventas	54	50	77	56
	Gastos Administrativos / Ventas	3,5	3,2	3,5	2,8	
	ROE	16	14	9,3	-9,1	
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>					
	Inventarios	194	152	329	195	
	Cuentas por cobrar	21	20	23	26	
	Pago a los proveedores	15	15	29	50	
	Textil	Pasivos / Patrimonio Neto	121	112	122	102
		Pasivos / Ventas	76	74	84	88
Gastos Administrativos / Ventas		5,8	5,7	6,4	7,2	
ROE		7,8	8,9	0,9	5,4	
<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>						
Inventarios		174	179	255	205	
Cuentas por cobrar		70	80	91	79	
Pago a los proveedores		28	25	26	30	

Fuente: Económica.

**15. Las empresas del subsector construcción y bienes de capital (excluyendo siderúrgicas) no exhiben un deterioro de sus indicadores de solvencia, gestión y rentabilidad, a pesar de la ligera disminución de sus ventas durante 2009.**

Las empresas cementeras, constructoras y comercializadoras de bienes de capital y de materiales de construcción adecuaron sus inventarios a los nuevos niveles esperados de ventas, lo que implicó una menor necesidad de financiamiento en ciertos casos.

**16. Las ventas de las empresas siderúrgicas siguieron contrayéndose significativamente en el segundo semestre de 2009, en relación a similar período del año anterior.** Ello se explica por los menores precios de sus productos terminados por la menor cotización del acero, aunque los últimos datos de ventas muestran una mejora respecto al primer semestre de 2009.

Sin embargo, el desempeño financiero de estas empresas durante 2009 fue negativo (ROE 9%), debido al deterioro de sus márgenes brutos, a pesar de que en el cuarto trimestre de 2009 reportaron una recuperación de dichos márgenes por la reducción y/o agotamiento de inventarios antiguos de costo alto. Dado el plan de adecuación de inventarios llevado a cabo y otras medidas que incluyeron la ampliación de capital y una suspensión de sus planes de expansión, las empresas siderúrgicas lograron revertir el deterioro que habían sufrido sus indicadores de apalancamiento y solvencia.

**17. El sector textil fue afectado por la menor demanda de sus principales mercados del exterior como consecuencia de la recesión global.** Las ventas de estas empresas continuaron evolucionando negativamente en el segundo semestre de 2009, tendencia que se inició en el primer semestre de 2008.

En 2009, las empresas textiles se enfocaron en reducir inventarios y costos operativos, entre ellos los gastos administrativos. Además, los menores precios de las materias primas y de los insumos permitieron una disminución del costo bruto. Adicionalmente, los presupuestos de inversión se recortaron a lo estrictamente necesario en vista del exceso de capacidad disponible (incluso algunas empresas optaron por recortar sus turnos y días de producción). Estas medidas, junto con los menores gastos financieros producto de la reducción de las tasas de interés, permitieron una mejora de los márgenes y rentabilidad en el segundo semestre de 2009.

**18. Las empresas azucareras analizadas se beneficiaron significativamente de los altos precios del azúcar en el segundo semestre de 2009.** El crecimiento de 43% de las ventas impactó notablemente en la capacidad de generación de flujo de caja y rentabilidad, lo que permitió consolidar su posición financiera.



**CUADRO 2.3**  
**INDICADORES DE VENTAS Y MÁRGENES DE LOS SECTORES AGRARIO, MINERO Y ELÉCTRICO**

Sectores		2007	2008	2009	I Sem.09	II Sem.09
Agrario	Ventas (Millones de S/.)	860	819	1 074	412	663
	Var. % Anual	-3%	-5%	31%	16%	43%
	Margen operativo <sup>1/</sup>	29%	19%	29%	16%	37%
	Margen neto <sup>2/</sup>	18%	7%	19%	7%	26%
Minero	Ventas (Millones de S/.)	29 685	28 418	26 466	11 676	14 790
	Var. % Anual	17%	-4%	-7%	-32%	30%
	Margen operativo <sup>1/</sup>	57%	45%	50%	44%	55%
	Margen neto <sup>2/</sup>	41%	33%	35%	33%	37%
Eléctrico	Ventas (Millones de S/.)	5 991	6 522	6 574	3 347	3 227
	Var. % Anual	19%	9%	1%	11%	-8%
	Margen operativo <sup>1/</sup>	24%	25%	28%	30%	26%
	Margen neto <sup>2/</sup>	14%	13%	18%	19%	16%

1/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

2/ Utilidad neta como porcentaje de las ventas.

Fuente: Economática.

**CUADRO 2.4**  
**INDICADORES FINANCIEROS DE LOS SECTORES AGRARIO, MINERO Y ELÉCTRICO**

Sectores		2006	2007	2008	2009	
Agrario	Pasivos / Patrimonio Neto	42	45	65	70	
	Pasivos / Ventas	107	117	162	135	
	Gastos Administrativos / Ventas	11	10	11	7,3	
	ROE	9,4	6,8	2,6	9,7	
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>					
	Inventarios	80	83	77	34	
	Cuentas por cobrar	7,2	10	18	28	
	Pago a los proveedores	47	67	55	58	
	Minero	Pasivos / Patrimonio Neto	43	34	44	39
		Pasivos / Ventas	40	32	44	37
Gastos Administrativos / Ventas		6,0	4,9	5,6	6,0	
ROE		53	48	34	35	
<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>						
Inventarios		98	77	92	86	
Cuentas por cobrar		27	30	21	19	
Pago a los proveedores		49	35	43	31	
Eléctrico		Pasivos / Patrimonio Neto	97	94	94	85
		Pasivos / Ventas	149	120	116	105
	Gastos Administrativos / Ventas	5,2	4,3	4,3	4,3	
	ROE	7,5	11	11	14	
	<i>Indicadores del ciclo de negocio (plazo promedio en número de días)</i>					
	Inventarios	16	15	15	17	
	Cuentas por cobrar	40	44	46	44	
	Pago a los proveedores	41	41	56	51	

Fuente: Economática.

El ingreso de grupos económicos a este sector ha posibilitado el desarrollo de inversiones destinadas a la habilitación de nuevas hectáreas para la siembra de caña

de azúcar y de cultivos de agro exportación (páprika, espárragos, pimiento piquillo, alcachofa, cebolla blanca, etc.) y el desarrollo de los planes para la producción y posterior exportación de etanol. Asimismo, el mayor nivel de palanca, registrado en 2008 y 2009, se explica por las adquisiciones de activos fijos y requerimientos de capital de trabajo asociado a las nuevas inversiones.

19. **Las empresas mineras han retomado sus niveles de ventas y rentabilidad que registraban previos a la crisis internacional, a la par que han mejorado sus indicadores financieros.** Las empresas mineras tomaron ventaja de la recuperación de las cotizaciones de los metales industriales (cobre, zinc, plomo y estaño) a partir de marzo de 2009. Por su parte, las empresas auríferas se favorecieron de la debilidad del dólar que impulsó al precio del oro a nuevos máximos históricos.

Las ventas y márgenes se recuperaron progresivamente a partir del segundo trimestre de 2009. El impacto de los mayores precios es directo sobre los ingresos brutos y en mayor proporción sobre las utilidades, dado que los costos usualmente no varían. Además, la reducción de sus costos operativos, como respuesta a la coyuntura externa, ayudó a la mejora obtenida.

20. **Las empresas eléctricas cuentan con una posición financiera bastante sólida la cual se refleja, además de sus ratios financieros, en el constante pago de dividendos y devolución de aportes de capital que realizan a sus accionistas.** El desempeño financiero de estas empresas ha sido positivo en los últimos años aunque las ventas en el segundo semestre de 2009 se vieron afectadas por las menores tarifas y por el crecimiento casi nulo de la demanda de energía.<sup>13</sup>

Las empresas eléctricas son las que poseen un mayor porcentaje de sus pasivos financiados con emisiones de deuda en el mercado de capitales local. Aproximadamente, la tercera parte de sus pasivos provienen de la emisión de bonos corporativos. A su vez, las empresas eléctricas se caracterizan por estar entre los emisores con mayor presencia en el mercado de capitales tanto por saldo vigente de deuda emitida como por número y monto de emisiones. Las 3 empresas más representativas del sector (Edegel, Edelnor y Luz del Sur) figuran dentro de los 10 principales emisores.

21. **Se espera que el desempeño y solidez financiera de las empresas mejoren en los siguientes meses.** Ello se basa en las perspectivas de una gradual recuperación de la economía doméstica y mundial, lo que redundará positivamente en la finalización del proceso de ajuste de inventarios y en un mayor incremento en las ventas.

La probable reanudación de los planes de inversión en diversas empresas se traducirá en mayores requerimientos financieros y una mayor demanda por crédito y fondos prestables. La disponibilidad actual de fondos en la economía y el bajo costo del financiamiento proveniente del sistema financiero y del mercado de capitales ayudará al financiamiento de tales proyectos.

---

<sup>13</sup> La demanda de energía del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional se incrementó solo 0,6% en 2009 (29 747 GWh en 2009 versus 29 559 GWh en 2008).





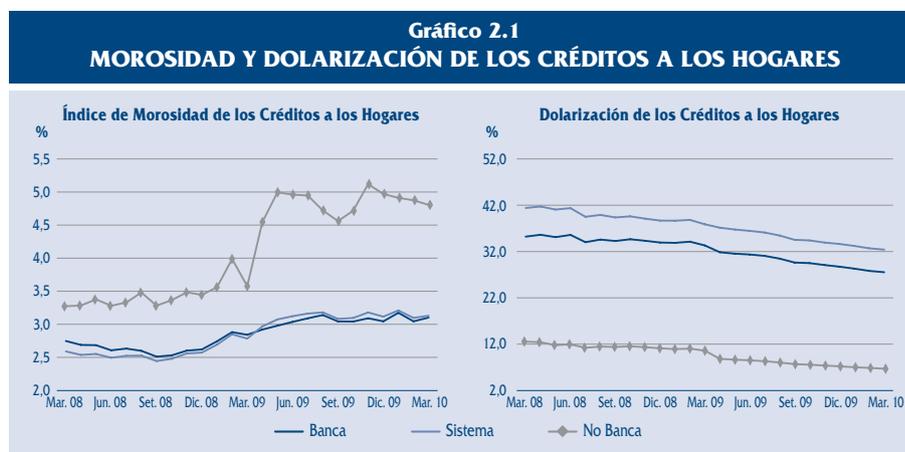
## II.1.2 Hogares

22. **El crédito a los hogares<sup>14</sup> mostró una moderada aceleración en los últimos meses, impulsado en mayor parte por los créditos hipotecarios, debido a la demanda por viviendas y a las menores tasas de interés, tanto en los créditos de consumo como en los hipotecarios.** Si bien la tasa de crecimiento mensual de estos créditos en los últimos seis meses ha sido similar tanto en la banca como en las entidades no bancarias, se observa que la aceleración de los créditos a los hogares con respecto al semestre anterior se ha dado mayormente en la banca, mientras que las entidades no bancarias presentan una desaceleración.

CUADRO 2.5 CRÉDITO A LOS HOGARES (En Millones de S/.)								
	Mar.09	Set.09	Dic.09	Mar.10	Set.09 / Mar.09		Mar.10 / Set.09	
					Flujo*	Var.%*	Flujo*	Var.%*
<b>Total 1/</b>	<b>31 794</b>	<b>33 429</b>	<b>34 741</b>	<b>35 713</b>	<b>272</b>	<b>0,8</b>	<b>381</b>	<b>1,1</b>
- Banca	27 036	27 834	28 828	29 522	133	0,5	281	1,0
- No Banca	2 924	3 716	3 847	3 930	132	4,1	36	0,9
<b>En Moneda Nacional</b>	<b>21 942</b>	<b>23 634</b>	<b>24 886</b>	<b>25 886</b>	<b>282</b>	<b>1,2</b>	<b>375</b>	<b>1,5</b>
- Banca	17 466	18 321	19 246	19 958	143	0,8	273	1,4
- No Banca	2 643	3 435	3 574	3 667	132	4,5	39	1,1
<b>En Moneda Extranjera (US\$)</b>	<b>3 468</b>	<b>3 448</b>	<b>3 469</b>	<b>3 459</b>	<b>-3</b>	<b>-0,1</b>	<b>2</b>	<b>0,1</b>
- Banca	3 369	3 349	3 373	3 366	-3	-0,1	3	0,1
- No Banca	99	99	96	93	0	0,0	-1	-1,1

\* Flujo promedio mensual y variación porcentual efectiva mensual del periodo.  
1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de marzo de 2010. Incluye al Banco de la Nación.  
Fuente: Balances de Comprobación.

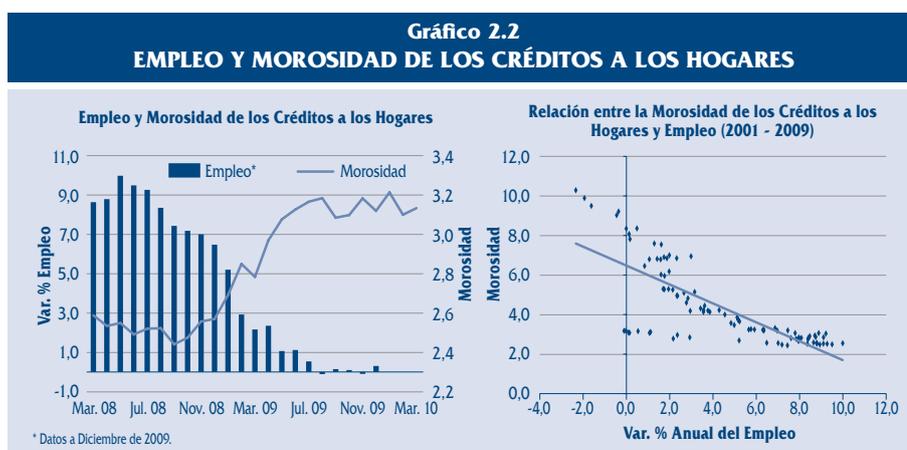
23. **La cartera morosa como porcentaje de las colocaciones brutas de estos créditos ha venido incrementándose sostenidamente desde fines de 2008.** Como se observa en el Gráfico 2.1, el incremento es mayor en los créditos otorgados por las entidades no bancarias especializadas en el crédito de consumo (básicamente, las financieras).



14 Conformado por los créditos de consumo e hipotecarios.

Por otro lado, la dolarización de estos créditos mantiene una tendencia decreciente, mejorando de esta manera las condiciones crediticias de los hogares y reduciendo la exposición al riesgo cambiario crediticio de las entidades del sistema financiero.

24. **El incremento de la morosidad de los créditos a los hogares se explica, en gran medida, por el deterioro del empleo, lo cual genera un efecto negativo sobre la capacidad de pago a través de la caída del nivel de ingreso.** Como se observa en el Gráfico 2.2, la relación entre el crecimiento del empleo<sup>15</sup> y la morosidad de los créditos a los hogares es claramente negativa, por lo que la disminución de la tasa de crecimiento del empleo durante 2009 explicaría en parte el incremento de la morosidad en este tipo de crédito.



Durante los últimos seis meses, la situación de los hogares no ha mejorado sustancialmente, aunque se espera una reversión de esa situación acorde con la reactivación de la actividad económica doméstica, la cual irá generando un incremento de la demanda de trabajo y, con ello, una mejora en el ingreso y en su capacidad de pago. Así, se estima una disminución de la morosidad de los créditos otorgados a este sector hacia fines de año.

## II.2 Sistema Financiero

*En los primeros meses de 2010, el sistema financiero revirtió la tendencia negativa en su crecimiento generado por la agudización de la crisis financiera internacional, destacando la recuperación de los créditos y de los depósitos tanto en la banca como en las entidades no bancarias, aunque los indicadores de riesgo de crédito continuaron deteriorándose de manera leve.*

25. **Las colocaciones del sistema financiero mostraron una leve aceleración en los últimos seis meses. Si bien ello se observa en todos los tipos de crédito, destaca el impulso de los créditos comerciales en moneda extranjera.** El incremento de los créditos comerciales se explica por una mejora de la actividad

15 Se usa el índice de empleo de empresas de 10 y más trabajadores de Lima Metropolitana (fuente BCRP).





económica en el último semestre y a la revisión al alza en las expectativas de crecimiento de la economía para este año. Por otro lado, se observa una moderada aceleración de los créditos al segmento minorista<sup>16</sup> en moneda nacional.

**CUADRO 2.6**  
**COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(En Millones de S/.)

	Mar.09	Set.09	Dic.09	Mar.10	Set.09 / Mar.09 Flujo*	Mar.09 Var.%*	Mar.10 / Set.09 Flujo*	Set.09 Var.%*
<b>Total 1/</b>	<b>95 562</b>	<b>99 015</b>	<b>103 596</b>	<b>107 169</b>	<b>575</b>	<b>0,6</b>	<b>1 359</b>	<b>1,3</b>
Comercial	52 940	53 928	56 387	58 516	165	0,3	765	1,4
Microempresa	10 828	11 657	12 468	12 941	138	1,2	214	1,8
Consumo	20 245	21 015	21 727	22 139	128	0,6	187	0,9
Hipotecario	11 549	12 414	13 014	13 574	144	1,2	193	1,5
<b>En Moneda Nacional</b>	<b>50 983</b>	<b>54 603</b>	<b>57 552</b>	<b>59 566</b>	<b>603</b>	<b>1,1</b>	<b>827</b>	<b>1,5</b>
Comercial	19 307	20 420	21 300	21 825	186	0,9	234	1,1
Microempresa	9 734	10 549	11 366	11 854	136	1,4	218	2,0
Consumo	17 829	18 654	19 399	19 854	137	0,8	200	1,0
Hipotecario	4 113	4 980	5 488	6 032	144	3,2	175	3,2
<b>En Moneda Extranjera (US\$)</b>	<b>15 691</b>	<b>15 632</b>	<b>16 207</b>	<b>16 756</b>	<b>-10</b>	<b>-0,1</b>	<b>187</b>	<b>1,2</b>
Comercial	11 839	11 795	12 350	12 915	-7	-0,1	187	1,5
Microempresa	385	390	388	382	1	0,2	-1	-0,3
Consumo	850	831	820	804	-3	-0,4	-4	-0,5
Hipotecario	2 617	2 617	2 649	2 655	0	0,0	6	0,2

\* Flujo promedio mensual y variación porcentual efectiva mensual del periodo.

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de marzo de 2010. Incluye los créditos de consumo del Banco de la Nación.

Fuente: Balances de Comprobación.

La tasa anual de crecimiento de las colocaciones revirtió su tendencia decreciente observada desde octubre de 2008, para estabilizarse alrededor de 10% en los últimos seis meses (y con una tendencia creciente en el primer trimestre de 2010). Asimismo, se observa que la estructura de las colocaciones por tipo de crédito se mantiene estable: los créditos comerciales tienen una participación por encima del 50%, seguido por los de consumo que mantienen una participación alrededor de 20%, tal como se observa en el Gráfico 2.3.

**Gráfico 2.3**  
**EVOLUCIÓN DE COLOCACIONES EN EL SISTEMA FINANCIERO**



16 Crédito de consumo, hipotecario y a la microempresa.

Los créditos para el comercio exterior se aceleraron en el último semestre (2,1% de crecimiento promedio mensual en los últimos seis meses) en comparación de la caída que mostró en el semestre setiembre-marzo de 2009 (-4,7%). La aceleración actual se explica por la reactivación del comercio exterior, tal como señalamos en la Sección I.2.

**26. La exposición patrimonial al riesgo de crédito<sup>17</sup> del sistema financiero se ha mantenido baja a lo largo del período de la crisis (3,0% en promedio, entre octubre de 2008 y marzo de 2010).** No obstante, en los últimos seis meses, este indicador se incrementó, con mayor notoriedad en las entidades no bancarias.

En las entidades no bancarias el deterioro de los indicadores de riesgo de crédito fue mayor que en la banca, debido a que concentran sus créditos en los segmentos de microempresa y de consumo, sectores altamente expuestos a los cambios en el ciclo económico. Así, se observó un incremento en el indicador de exposición patrimonial y una reducción en el indicador de cobertura de la cartera morosa con provisiones específicas para estas entidades.

**CUADRO 2.7**  
**INDICADORES DE RIESGO DE CRÉDITO**  
(En porcentaje)

		Sistema	Banca	No Banca 1/
Cartera Morosa Neta de Provisiones Específicas / Patrimonio 2/	Mar-09	2,9	4,0	0,0
	Set-09	2,9	3,7	0,8
	Dic-09	3,1	3,8	1,8
	Mar-10	4,4	5,1	3,9
Cartera Pesada / Colocaciones Brutas 3/	Mar-09	1,8	1,5	4,0
	Set-09	2,0	1,6	4,2
	Dic-09	2,0	1,6	4,1
	Mar-10	2,2	1,8	4,5
Cartera Morosa / Colocaciones Brutas	Mar-09	2,8	2,5	4,8
	Set-09	3,2	2,8	5,6
	Dic-09	3,2	2,8	5,6
	Mar-10	3,5	3,0	6,0
Provisiones Específicas / Cartera Morosa	Mar-09	83,6	78,2	100,1
	Set-09	83,8	78,3	97,8
	Dic-09	82,6	77,5	94,7
	Mar-10	78,8	74,4	89,3

1/ Incluye a Crediscotia (ex Banco del Trabajo) en toda la muestra.

2/ La cartera morosa es el agregado de la cartera vencida, la refinanciada y la reestructurada.

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

Fuente: Balance de Comprobación.

**27. El indicador de morosidad<sup>18</sup> de las colocaciones se ha mantenido bajo a pesar de la disminución de la actividad económica y de la incertidumbre en el ámbito internacional.** Los créditos más golpeados fueron los otorgados a la microempresa y a los hogares, sectores que están más expuestos a los cambios

<sup>17</sup> Medida por el ratio de cartera morosa neta de provisiones específicas sobre patrimonio.

<sup>18</sup> Medido por el ratio de cartera morosa (créditos vencidos, en cobranza judicial, refinanciados y reestructurados) sobre colocaciones brutas.





en el ciclo económico. Por otro lado, el buen desempeño de las grandes empresas durante el último año (punto 2.1.1) se reflejó en un moderado deterioro de la cartera morosa en los bancos, entidades que asignan parte importante de su cartera a empresas grandes (créditos comerciales).



**28. Los depósitos en el sistema financiero mostraron un mayor dinamismo en los últimos seis meses, por el incremento de las captaciones de la banca en ambas monedas.** Las captaciones de las entidades no bancarias mantuvieron una tasa de crecimiento mensual estable en ambas monedas.

**CUADRO 2.8**  
**DEPÓSITO DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(En Millones de S/.)

	Mar.09	Set.09	Dic.09	Mar.10	Set.09 / Mar.09		Mar.10 / Set.09	
					Flujo*	Var.%*	Flujo*	Var.%*
<b>Total 1/</b>	<b>103 087</b>	<b>105 489</b>	<b>110 243</b>	<b>116 278</b>	<b>400</b>	<b>0,4</b>	<b>1 798</b>	<b>1,6</b>
- Banca	52 003	53 545	57 349	63 254	257	0,5	1 618	2,8
- No Banca 2/	17 981	18 284	18 618	18 664	50	0,3	63	0,3
<b>En Moneda Nacional</b>	<b>92 432</b>	<b>93 513</b>	<b>96 937</b>	<b>102 078</b>	<b>180</b>	<b>0,2</b>	<b>1 427</b>	<b>1,5</b>
- Banca	42 831	43 397	46 039	51 332	94	0,2	1 323	2,8
- No Banca 2/	17 459	17 640	17 916	17 862	30	0,2	37	0,2
<b>En Moneda Extranjera (US\$)</b>	<b>10 656</b>	<b>11 977</b>	<b>13 305</b>	<b>14 200</b>	<b>220</b>	<b>2,0</b>	<b>371</b>	<b>2,9</b>
- Banca	9 171	10 148	11 310	11 922	163	1,7	296	2,7
- No Banca 2/	522	643	702	802	20	3,5	26	3,7

\* Flujo promedio mensual y variación porcentual efectiva mensual del periodo.  
1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de marzo de 2010. Incluye al Banco de la Nación.  
2/ Incluye a Crediscotia (ex Banco de Trabajo) en toda la muestra.  
Fuente: Balances de Comprobación.

Como se observa en el Gráfico 2.5, en los últimos seis meses la tasa de crecimiento de los depósitos se estabilizó alrededor de 10% anual.



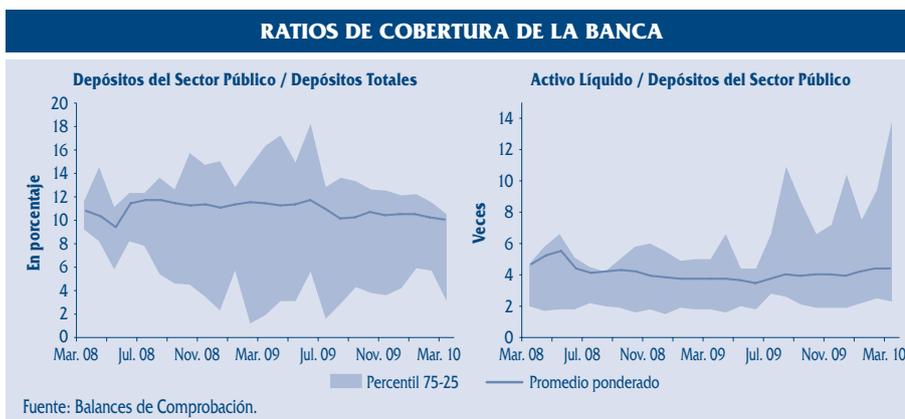
29. **La participación de depósitos provenientes de grandes depositantes en la banca se ha mantenido baja en los últimos seis meses.** En el caso de los depósitos de las entidades del sector público, éstos representan el 10% del total de depósitos, y en la minoría de los bancos este nivel es mayor (ver Recuadro 2).

**RECUADRO 2**

**DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO EN LA BANCA, ¿UNA FUENTE DE RIESGO DE LIQUIDEZ?**

El riesgo de liquidez se asocia al hecho de que uno o varios bancos no puedan afrontar sus obligaciones en la fecha pactada, lo cual puede conllevar a la venta de activos, asumiendo pérdidas, y provocar una percepción negativa acerca de la situación de liquidez del sistema.

En ese sentido, es importante analizar a los grandes depositantes en la banca (aquéllos que tienen una participación significativa en los depósitos totales) debido a que éstos pueden retirar sus fondos de manera imprevista y, con ello, ocasionar problemas de liquidez. Entre éstos, destacan las entidades del sector público, por lo que resulta importante hacer un análisis sobre la evolución de sus depósitos y del marco legal que regula tales depósitos.





Como se aprecia en el gráfico, la participación de los Depósitos del Sector Público (DSP) en el total de depósitos se mantiene estable alrededor de 10% (en moneda nacional, la participación está en 18%; y, en moneda extranjera, en 4%); mientras que la mayoría de bancos (el 75%) tienen, a lo más, una participación de los DSP sobre sus depósitos totales de alrededor de 12%, nivel que se mantiene relativamente estable a partir de julio de 2009.

Por otro lado, la cobertura de los DSP con los activos líquidos de la banca está en 4 veces, es decir, la banca en conjunto podría cubrir holgadamente un retiro masivo de los DSP con sus activos líquidos. No obstante ello, existen unos pocos bancos que no llegan a cubrir la totalidad de los DSP con sus activos líquidos, esto es, que no estarían en capacidad de cubrir sus obligaciones con las entidades del sector público. Entonces, ¿sería posible observar retiros de los DSP que puedan provocar problemas de liquidez en las instituciones financieras más expuestas a dichos depósitos? Como veremos, la respuesta se basa en dos factores.

El primero, el marco legal que regula los DSP en la banca<sup>19</sup> establece que, con el fin de preservar la estabilidad del sistema financiero, los depósitos de estas entidades<sup>20</sup> deben realizarse preferentemente en moneda nacional y al mediano plazo. Asimismo, los depósitos e inversiones en moneda extranjera sólo pueden realizarse en aquellos casos en que se requiera atender obligaciones en dicha moneda y con la debida autorización del Comité Especial<sup>21</sup>, encargado de dirigir, coordinar y supervisar el funcionamiento del mecanismo de subastas de fondos de las entidades del sector público en el sistema financiero.

Bajo el mecanismo de subastas de los DSP seguido por la mayoría de entidades públicas, se determina la estructura de plazos mínimos como los criterios prudenciales para fijar un tope al monto de los depósitos que cada entidad pública puede realizar en un banco (el cual depende del tamaño relativo de los depósitos de dicha entidad respecto al total de DSP en el sistema financiero, así como del patrimonio efectivo de la institución financiera depositaria). Por otro lado, aquellas entidades del sector público no reguladas bajo el marco legal descrito también colocan sus fondos excedentarios a través de procedimientos de subasta discriminatoria.

Con respecto al retiro de los fondos, se sabe que aquellos depósitos que cumplen su plazo de vencimiento podrán ser retirados total o parcialmente por la entidad pública según sus

---

19 Decreto de Urgencia 052-98, Decreto Supremo 040-2001-EF y Resolución Ministerial 087-2001-EF-10 y sus modificatorias (DS N° 061-2001-EF, RM N° 261-2001-EF/10, RM N° 195-2002-EF/10, RM N° 131-2003-EF-10 y RM N° 373-2004-EF-10).

20 Si bien el DS 040-2001-EF busca incluir a todas las entidades, organismos, instituciones y empresas, comprendidas tanto en el ámbito del Gobierno Central cuanto en el del Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE), incluyendo los programas especiales, proyectos o fondos que éstos administren; se sabe que la ONP, COFIDE, el Banco de la Nación, el Fondo de Trabajadores y el Fondo Consolidado de Reservas se encuentran excluidos de esta norma.

21 El Comité Especial está conformado por representantes del Viceministerio de Hacienda, del Viceministerio de Economía y del Jefe del Gabinete de Asesores del Ministerio de Economía y Finanzas. La Secretaría Técnica del Comité está a cargo del Viceministerio de Economía. Mediante la RM N° 096-2001-EF-10 se nombró al primer Comité Especial.

necesidades de caja, dentro de los parámetros para el mantenimiento de fondos en cuentas corrientes y de ahorro aprobados por el Comité Especial. En caso de que el retiro de depósitos ocurriera simultáneamente y/o en el lapso de cinco (5) días hábiles contados a partir del primer vencimiento a más de una empresa financiera, no podrán efectuarse con cargo a una sola de éstas; debiendo al efecto realizarse según un criterio de equidad, con una distribución proporcional de los retiros entre las empresas financieras involucradas. Para el proceso de subasta, se invita incluso a aquellas entidades del sistema financiero en las que se cumple el plazo de vencimiento del depósito.

Por tanto, eventuales modificaciones en el marco institucional en que las entidades del sector público realizan sus depósitos deberán ser evaluadas detenidamente, tomando en consideración no sólo el posible impacto fiscal sino también los efectos en las entidades financieras.

El segundo factor es el número de entidades públicas involucradas en los DSP. La ocurrencia de un retiro de los DSP con efectos sistémicos en la liquidez de la banca, se observaría si gran parte de las entidades del sector público decidieran retirar sus fondos de la banca al mismo tiempo, lo cual es poco probable, teniendo en cuenta que las entidades públicas contempladas comprenden tanto a las instituciones que forman parte del gobierno central como a las empresas públicas. No obstante ello, el retiro de depósitos de aquellas entidades públicas que concentran la mayor participación en el total de DSP en la banca sí podría tener efectos en la liquidez de aquellos bancos más expuestos a sus depósitos.<sup>22</sup>

Se puede afirmar entonces que el riesgo de liquidez asociado a los DSP es atenuado por dos factores: uno, por el marco legal que los regula y dos, por la poca probabilidad de observar un retiro masivo de los DSP dado el número de entidades públicas. El primero limita la ocurrencia de retiros inesperados o de renovaciones en montos menores a lo esperado, mientras que el segundo nos presenta un escenario con poca probabilidad de realizarse. No obstante, la mejor administración de este riesgo depende de los mismos bancos, en función del manejo adecuado de los descalces de plazos entre sus activos y pasivos (*asset liability management*). Asimismo, el marco legal vigente no contempla explícitamente medidas regulatorias en el caso de un retiro anticipado (antes del vencimiento) de los depósitos de las entidades públicas, lo que sería una fuente potencial de riesgo para el sistema financiero.

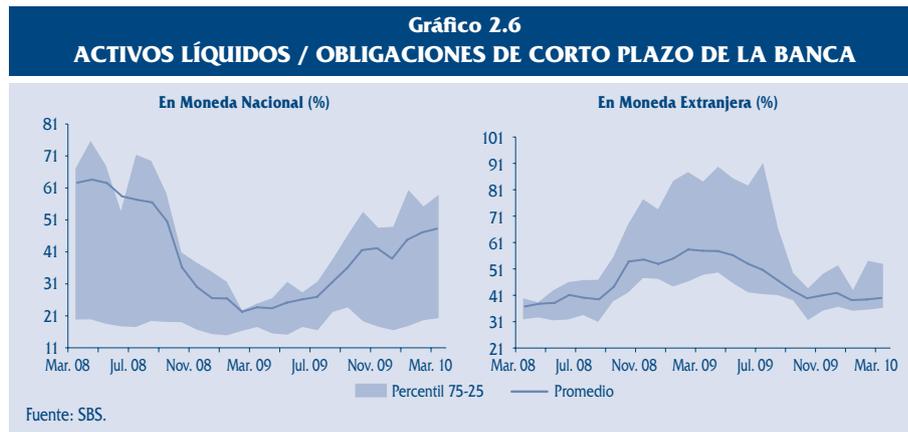
---

**30. La liquidez de la banca ha mantenido niveles adecuados, llegando a cubrir alrededor del 40% de sus obligaciones de corto plazo en ambas monedas.** Las entidades no bancarias muestran cobertura de liquidez por debajo de la banca en moneda nacional (19% en promedio durante los últimos seis meses versus el 42% de la banca), mientras que en moneda extranjera mantienen niveles similares a los de la banca.

---

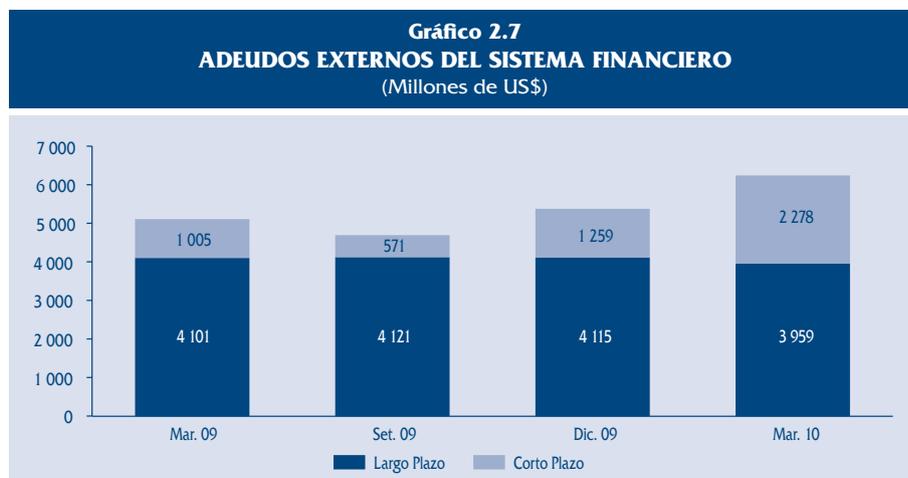
<sup>22</sup> A diciembre de 2009, las entidades públicas que registran mayor participación porcentual en los DSP totales son el Fondo Consolidado de Reservas (39%) y, en menor medida, SUNAT, Electroperú, Mivivienda y ESSALUD (cada una con participaciones de alrededor de 4%).





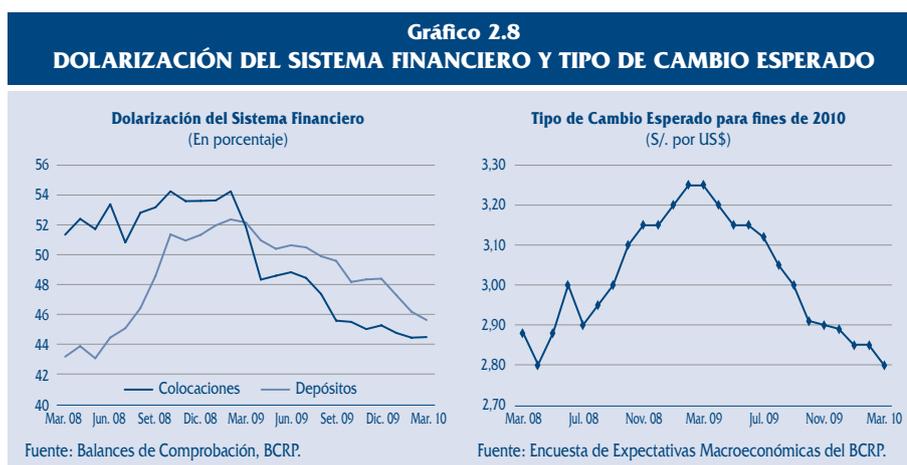
Asimismo, y como lo muestra el Gráfico 2.6, la banca realizó una recomposición de la liquidez por tipo de moneda, lo cual se explicaría por las expectativas apreciatorias del sol frente al dólar, incentivando a los bancos a reducir su posición de cambio en moneda extranjera y tomar una posición más holgada en moneda doméstica.

31. **Los adeudados con el exterior aumentaron en los últimos seis meses, observándose un incremento de la participación relativa de los adeudados de corto plazo en el total de adeudados con el exterior.** La mejora del entorno externo, las menores tasas de interés en el mercado internacional y las mejores expectativas para la economía doméstica habrían incentivado la mayor demanda por este tipo de fondos.



Sin embargo, los adeudados externos de largo plazo mantienen una participación por encima del 66% del total de los adeudados con el exterior, lo que refleja la mayor estabilidad de esta fuente de financiamiento para las entidades del sistema financiero con respecto a lo observado en la crisis financiera internacional de fines de la década de 1990, cuando los adeudados de corto plazo representaban el 91% del total de los adeudados con el exterior.

32. **La dolarización de los depósitos y las colocaciones mantienen su tendencia decreciente, en línea con la evolución del tipo de cambio esperado para 2010.** Ello se da en un contexto de debilidad del dólar frente a las principales monedas, aunado al hecho de que Perú es percibido como un país idóneo para el flujo de inversiones extranjeras, acorde con el otorgamiento del grado de inversión a Perú por parte de las principales agencias calificadoras de riesgo.<sup>23</sup>



33. **La exposición al riesgo cambiario por parte de la banca disminuyó en los últimos meses, luego de haberse observado una elevada preferencia por liquidez en moneda extranjera por la agudización de la crisis financiera internacional.** La exposición directa de los bancos a marzo de 2010, medida por la posición de cambio global,<sup>24</sup> alcanzó el 6,2% del patrimonio contable (US\$ 305 millones), cifra menor a la registrada en marzo de 2009 cuando alcanzó 30,5% (US\$ 1 152 millones).



23 Moody's otorgó el grado de inversión en diciembre de 2009, Standard and Poor's en julio de 2009 y Fitch Ratings en abril de 2008.

24 Activos en moneda extranjera menos pasivos en moneda extranjera más la posición neta de derivados.

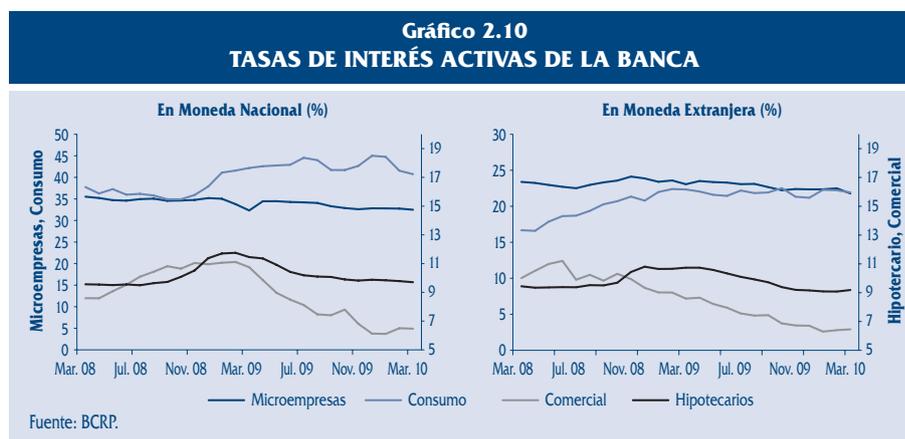




En febrero de 2010, la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (SBS) redujo el límite a la posición de sobrecompra en moneda extranjera de 100% a 75% del patrimonio efectivo e incrementó el límite a la posición de sobreventa de 10% a 15%. Esta modificación está acorde con lo mencionado en el Reporte de Estabilidad Financiera de noviembre de 2009<sup>25</sup> sobre la conveniencia que el límite de la posición de sobrecompra de la banca debería reflejar el grado de dolarización de los activos con la finalidad de reducir el riesgo cambiario del patrimonio.

La disminución de la dolarización, por otra parte, permite que la exposición indirecta de los bancos al riesgo cambiario disminuya debido a que son cada vez menos las personas que toman créditos en moneda extranjera, a pesar de percibir ingresos en moneda nacional, con lo cual cualquier variación adversa del tipo de cambio puede afectar su capacidad de pago.

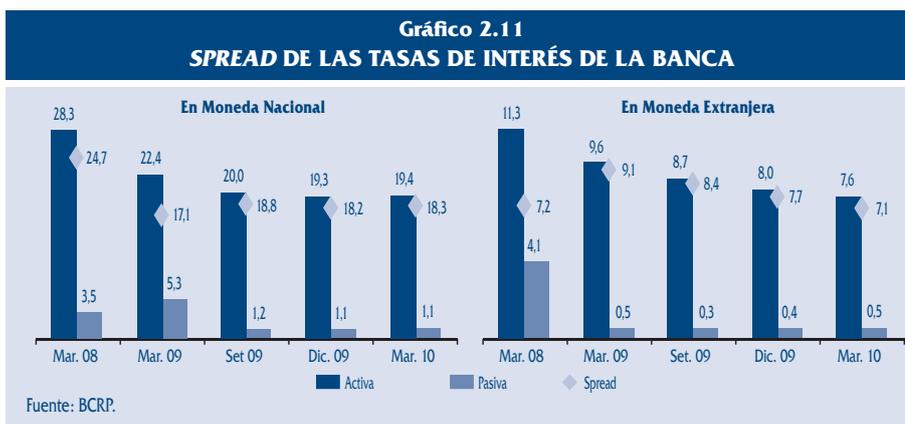
34. **Las tasas de interés activas mantuvieron una tendencia a la baja en ambas monedas durante los últimos seis meses, a excepción de los créditos de consumo en moneda extranjera, lo cual reflejaría el incremento de la morosidad en ese tipo de créditos.** Ello se da en el contexto de posición expansiva de la política monetaria y de reactivación de la economía, lo cual brinda mejores perspectivas para la calidad de los créditos otorgados.



35. **El *spread* de las tasas de interés<sup>26</sup> de la banca disminuyó levemente en los últimos seis meses, explicado por una caída de las tasas activas en promedio, ya que las pasivas se mantienen en un nivel bajo.** Esta disminución se explicaría por el incremento de la oferta crediticia y la mayor competencia entre las entidades del sistema financiero, ante la mayor liquidez y menor incertidumbre sobre el desarrollo de la economía en el corto plazo.

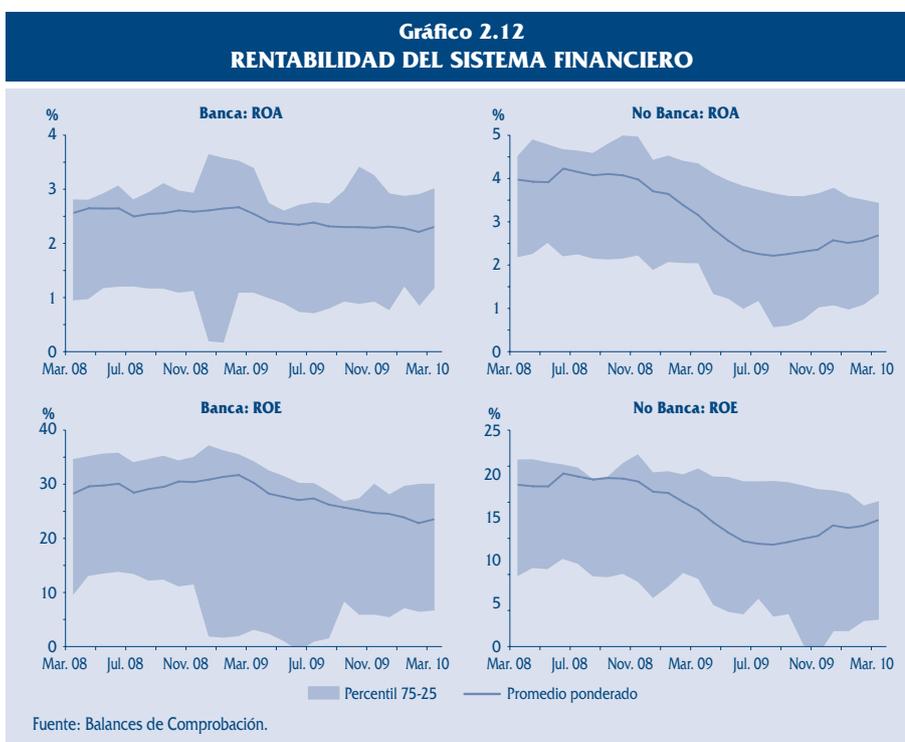
25 Página 56, párrafo 76.

26 Diferencia entre la tasa activa y la tasa pasiva.



**36. La rentabilidad del sistema financiero se recuperó en los últimos seis meses, acorde con la reactivación económica, a pesar de la disminución de las tasas de interés activas.**

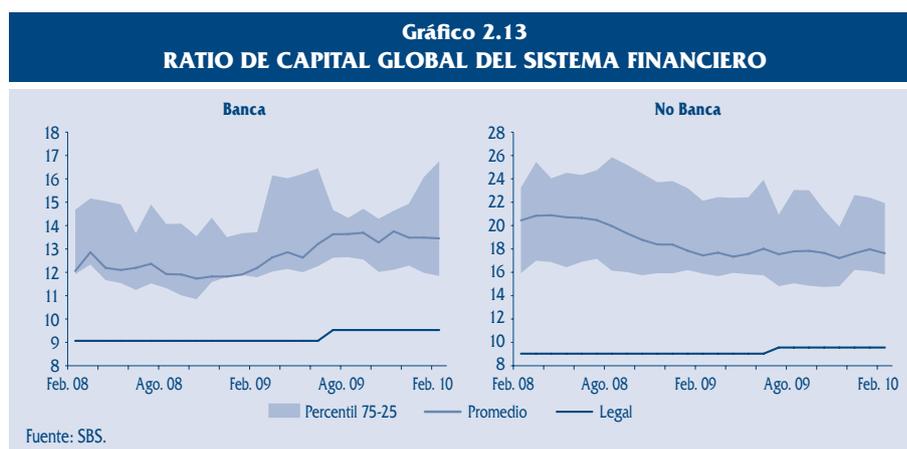
La recuperación de los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre patrimonio (ROE) responde a la disminución de los gastos operativos de las entidades no bancarias, que prevaleció sobre la caída del margen financiero en los últimos seis meses, variable que viene mostrando niveles similares a los observados antes de la agudización de la crisis financiera internacional. De esta manera, el sistema financiero se mantiene altamente rentable, alcanzando márgenes similares a los obtenidos durante 2008.





Destaca también la recuperación de la rentabilidad de las entidades no bancarias, las que empezaron a registrar una mejora en dicho indicador desde fines del año anterior, debido al incremento de la rentabilidad de las financieras.

37. **El ratio de capital global<sup>27</sup> de la banca promedio se mantiene cuatro puntos porcentuales por encima del mínimo legal requerido (13,4% versus 9,5% del mínimo requerido legalmente).** El banco con el menor ratio de capital global está 2 puntos porcentuales por encima del requerimiento legal. Durante el año 2009, el patrimonio efectivo de la banca se incrementó en S/. 1 851 millones, por la capitalización de las utilidades obtenidas en 2008 y la emisión de deuda subordinada efectuada en el período.



Asimismo, en el primer trimestre de 2010 la mayoría de bancos incrementó sus cuentas de reservas y capitalizó parte importante de sus utilidades del ejercicio de 2009. Se capitalizó el 46,3% de las utilidades obtenidas, fracción equivalente a S/. 1 501 millones, lo que aumentaría, aproximadamente, el patrimonio efectivo de la banca en 10,7% con respecto a diciembre de 2009.

38. **La percepción de que el sistema financiero doméstico tuvo un desempeño adecuado durante el desarrollo de la crisis financiera internacional se refleja en la mejor posición relativa con respecto a las principales economías de Latinoamérica.**

27 Considera el Patrimonio Efectivo como porcentaje de los activos y contingentes ponderados por riesgo totales: riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional. (Fuente: SBS)

**RECUADRO 3  
COMPARACIÓN DE INDICADORES FINANCIEROS DE LA REGIÓN**

En 2009 y considerando los indicadores financieros analizados,<sup>28</sup> el sistema bancario peruano se encuentra bien posicionado, en términos generales y comparados con sus pares de América Latina. No obstante, mantiene ratios de capital global y de intermediación bancaria por debajo del promedio de otros países de la región.

En el contexto de la reciente crisis financiera internacional, el sistema bancario peruano es uno de los que ha registrado el menor deterioro durante 2009. Ello sería resultado de las políticas implementadas por el país para enfrentar la crisis; del buen manejo de los bancos en la administración de riesgos y el control de gastos operativos; de la función que cumplieron la regulación y la supervisión bancaria; de la reducción de las tasas de interés, en un contexto de flexibilización de la política monetaria; y de la solidez que habían alcanzado los bancos antes de la crisis, debido, en gran medida, al crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica de los años anteriores.

INDICADORES FINANCIEROS DE LA BANCA														
Porcentaje a diciembre de 2009	ROA <sup>(1)</sup>		ROE <sup>(2)</sup>		Cartera atrasada <sup>(3)</sup>		Gestión <sup>(4)</sup>		Eficiencia <sup>(5)</sup>		Ratio de capital global <sup>(6)</sup>		Intermediación bancaria <sup>(7) **</sup>	
	Nivel	Ranking	Nivel	Ranking	Nivel	Ranking	Nivel	Ranking	Nivel	Ranking	Nivel	Ranking	Nivel	Ranking
Argentina	2,4	2	19,9	3	3,3	11	6,9	17	59,6	8	18,7	1	14,0	16
Bolivia	1,7	6	19,6	4	3,5	13	3,9	7	62,3	10	13,3	14	33,1	8
Chile	1,2	13	15,2	9	2,9	8	2,3	2	44,5	1	14,3	9	86,5	1
Colombia	2,2	4	16,6	7	3,9	15	4,7	11	60,6	9	15,1	7	43,0	5
Costa Rica *	1,3	10	12,1	11	9,1	17	3,7	6	67,5	12	n.d		44,2	4
Ecuador	1,2	12	11,6	13	2,9	7	5,4	13	64,5	11	13,8	12	26,1	10
El Salvador	0,3	16	3,2	16	3,7	14	3,4	4	58,1	7	16,5	5	41,0	6
Guatemala	1,6	7	15,7	8	2,7	6	4,4	10	73,8	14	10,4	15	34,9	7
Honduras	1,2	14	10,5	14	1,6	3	6,6	16	82,2	15	14,0	10	54,6	3
México	1,3	11	12,0	12	3,1	10	3,4	3	47,9	4	16,5	3	23,5	11
Nicaragua	0,5	15	4,8	15	3,3	12	5,2	12	52,2	5	16,5	6	n.d.	
Panamá	1,4	8	12,2	10	1,6	5	1,6	1	47,2	3	16,5	4	80,6	2
Paraguay	2,4	1	23,4	1	1,6	2	3,6	5	52,6	6	n.d		18,1	15
<b>Perú</b>	<b>2,3</b>	<b>3</b>	<b>22,0</b>	<b>2</b>	<b>1,6</b>	<b>4</b>	<b>4,0</b>	<b>8</b>	<b>44,9</b>	<b>2</b>	<b>13,5</b>	<b>13</b>	<b>19,8</b>	<b>13</b>
Rep. Dominicana	1,8	5	19,3	5	4,0	16	6,5	15	70,1	13	13,9	11	19,3	14
Uruguay	-0,8	17	-8,2	17	1,0	1	6,1	14	103,6	17	16,7	2	22,6	12
Venezuela	1,4	9	16,8	6	2,9	9	4,2	9	84,7	16	15,0	8	26,6	9
Promedio	1,4		13,3		3,1		4,5		63,3		15,0		36,7	
Desv. Estándar	0,8		7,8		1,8		1,5		16,0		2,0		21,4	

(1) Utilidad neta / activos. (2) Utilidad neta / patrimonio. (3) Cartera vencida y en cobranza judicial / colocaciones brutas. (4) Gastos operativos (de personal y administrativos, depreciaciones y amortizaciones) / activos. (5) Gastos operativos / margen financiero e ingresos no financieros netos. (6) Patrimonio efectivo (llamado también capital global, técnico o regulatorio) / activos ponderados por riesgo. (7) Crédito de la banca al sector privado no financiero / PBI.  
\* Con datos a setiembre de 2009.  
\*\* Con datos a diciembre de 2008 (Fuente: Beck, T. "Financial Structure Dataset", Banco Mundial. Enero de 2010).  
Fuente: FELABAN, entidades supervisoras de cada país y Banco Mundial.

28 Se ha intentado, en lo posible, utilizar las mismas cuentas contables para la obtención de los indicadores presentados. Estas cuentas reflejan información similar en la medida que la contabilidad de los diferentes países se ha homogenizado, como resultado del esfuerzo realizado por estos países para adoptar las recomendaciones de Basilea. Sin embargo, la comparación de estos indicadores entre países puede tener limitaciones, ya que existen diferencias en la regulación y supervisión bancaria; las prácticas fiscales; la estabilidad de precios y de tipo de cambio; el grado de bancarización y el tamaño de las economías, entre otros.



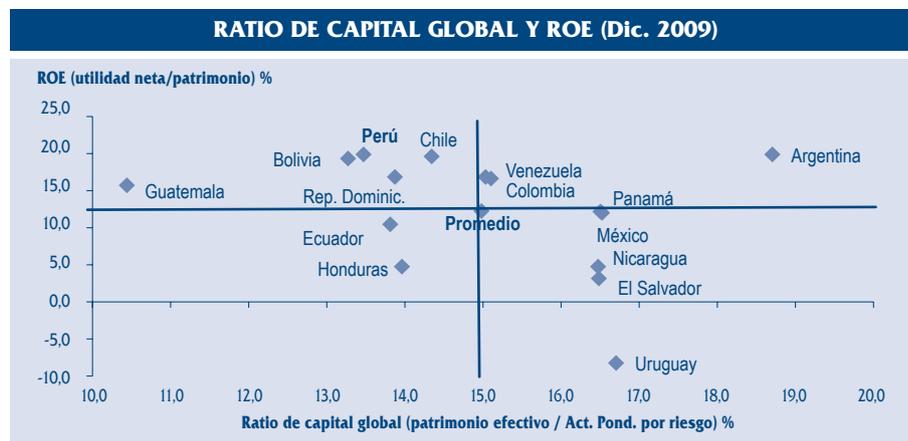


Así, en cuanto a la rentabilidad, medida por el rendimiento sobre activos (ROA) y sobre patrimonio (ROE), la banca peruana fue una de las más rentables de América Latina, superada solo por Paraguay, en términos de ROA y ROE; y por Argentina, en ROA. Cabe indicar que, en 2009, el ROA y el ROE se han reducido en similar proporción en la mayoría de países de América Latina (excepto, Argentina, Chile y México). En el caso peruano, la reducción del ROA fue la más moderada; mientras que la disminución del ROE fue una de las más elevadas, ello debido, entre otros, a la capitalización de utilidades que han efectuado los bancos peruanos para fortalecer su patrimonio.

Con respecto a la calidad de activos, el indicador de cartera atrasada sobre colocaciones de la banca en América Latina se ha incrementado en 2009, pero se mantuvo en niveles bajos (en promedio, 3,1%) y muy similares entre los diferentes países de la región; excepto Costa Rica (país que registra el mayor nivel). Así, si se excluye a este país, la cartera atrasada alcanzó un máximo de 4% de las colocaciones brutas. El Perú es uno de los cuatro países que registran la cartera atrasada más baja (1,6% de las colocaciones), indicador que se reduciría aún más con la recuperación que se viene observando en el dinamismo de las colocaciones.

El ratio de capital global de la banca peruana (13,5%), que incluye la emisión de bonos subordinados y bonos híbridos en los mercados domésticos e internacionales, se encuentra por debajo del nivel promedio de la región, aunque muy por encima del mínimo regulatorio (9,5%). Ello implica que la banca peruana podría tener un menor crecimiento potencial de sus operaciones comparado con otros países de la región, a menos que continúe el fortalecimiento patrimonial exhibido en los últimos años.

Cabe indicar que, en cuanto a eficiencia, la banca peruana registra uno de los más bajos ratios de gastos operativos sobre margen financiero e ingresos no financiero de la región, superado sólo por Chile. No obstante ello, en cuanto a gestión, la banca peruana se encuentra a mitad de tabla, aunque con un nivel de gastos operativos sobre activos mejor posicionado que el promedio de la región. Ello evidencia que la banca peruana aún muestra un volumen de activos relativamente reducido y que opera con márgenes de intermediación comparativamente elevados<sup>29</sup>, por lo que los bancos peruanos tendrían holgura para mejorar su productividad, aumentando así su nivel de intermediación financiera.



29 Con información de FELABAN, el ratio de margen financiero sobre colocaciones que registra la banca peruana es uno de los más elevados de la región.

El Perú, de acuerdo con la última información disponible (correspondiente a 2008) publicada por el Banco Mundial, es uno de los países con menor nivel de intermediación bancaria comparado con otros países de la región.<sup>30</sup> Este resultado podría reflejar la alta participación de otras fuentes de financiamiento al sector privado no financiero, tales como recursos propios (autofinanciamiento, principalmente en los sectores informales), inversión extranjera directa y el mercado de capitales.

Ello sugiere que existe espacio para que la banca peruana incorpore nuevos clientes y siga ampliando la oferta de sus servicios financieros, en la medida que siga fortaleciendo su patrimonio; de modo tal que pueda asignar los recursos en forma más eficiente y con riesgos diversificados, con una mayor transparencia y menores costos de transacción, entre otros.

### II.3 Mercado de Capitales

*El mercado de capitales presenta actualmente condiciones muy favorables para la emisión de valores y la incorporación de nuevas empresas emisoras. El costo financiero es atractivo dado el entorno de bajas tasas de interés y el actual nivel de liquidez de los inversionistas institucionales, así como por su menor aversión al riesgo que las predispone hacia la búsqueda de nuevas oportunidades de inversión.*

#### II.3.1 Mercado de Renta Fija Pública

**39. El riesgo país de Perú se redujo aproximadamente 500 puntos básicos de los niveles máximos observados en octubre de 2008.** La estabilización y posterior mejora de los mercados financieros internacionales favoreció la demanda por deuda de países emergentes lo que disminuyó las primas por riesgo y por ende, las tasas de rendimiento de los bonos globales peruanos. Esta reducción fue sustentada por la fortaleza macroeconómica del país para enfrentar la crisis internacional.



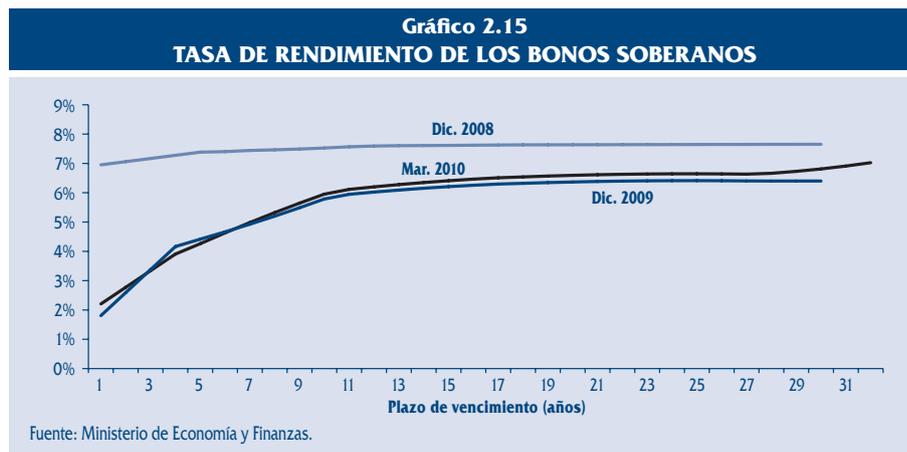
30 Cabe indicar que, durante el año 2009, los niveles de bancarización de los países de la región han mejorado. Así, con datos a diciembre de 2009, el ratio de crédito de la banca peruana al sector privado no financiero sobre PBI pasa a alrededor de 25%.





**Moody's otorgó el grado de inversión a la deuda soberana del Perú en diciembre de 2009.** Igualmente, las agencias Fitch y Standard & Poor's mantuvieron estable su calificación (BBB-, en ambos casos). El grado de inversión concedido por las principales agencias calificadoras de riesgo refleja la solidez de las cuentas fiscales y de la economía peruana.

40. **Las tasas de rendimiento de los bonos soberanos disminuyeron significativamente durante 2009 y no han registrado grandes variaciones en el primer trimestre de 2010.** Esta evolución fue consecuencia de la disminución del riesgo país, la menor aversión al riesgo de los inversionistas institucionales locales, la flexibilización de la política monetaria, las menores expectativas inflacionarias y el fortalecimiento de la moneda local.



La disminución fue más pronunciada en los bonos de menor plazo, debido al impacto de la reducción de las tasas de interés de referencia del BCRP y la menor inflación observada durante 2009.<sup>31</sup> Las tasas de la deuda soberana de mayor plazo disminuyeron entre 100 a 150 puntos básicos de diciembre de 2008 a marzo de 2010 como consecuencia del menor riesgo país, la reducción de las expectativas de inflación y la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol observada desde marzo de 2009. Además, destaca la reciente emisión de bonos soberanos con vencimiento en el año 2042, por lo que la curva de rendimiento soberana en moneda local se ha ampliado a 32 años.<sup>32</sup>

31 Entre setiembre de 2008 y agosto de 2009, el Banco Central redujo su tasa de interés de referencia de 6,5% a 1,25%. Esta decisión tomó en cuenta la reducción de las presiones inflacionarias y que las expectativas de inflación se encontraban dentro del rango meta.

32 La existencia de una curva de rendimiento a plazos tan amplios contribuye a generar condiciones de financiamiento de muy largo plazo, en particular para el segmento de créditos hipotecarios y para los proyectos de concesión de infraestructura pública, desarrollo de recursos naturales o de servicios públicos que requieren de un plazo largo de maduración para el retorno del capital invertido.

41. **Los bancos fueron los principales compradores de bonos soberanos.** Estos bonos fueron vendidos mayoritariamente por los inversionistas no residentes. Entre diciembre de 2008 y marzo de 2010, las tenencias de los bancos subieron de S/. 1 677 millones (9% del total) a S/. 3 798 millones (18% del total); por su parte, las tenencias de los no residentes se redujeron de S/. 5 190 millones (27% del total) a S/. 3 594 millones (17% del total).

**CUADRO 2.9  
TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS**

	Dic.08		Dic.09		Mar.10	
	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.
AFPs	10 491	55%	10 929	52%	11 394	53%
No Residentes	5 190	27%	4 052	19%	3 594	17%
Bancos	1 677	9%	3 439	16%	3 798	18%
Seguros	887	5%	950	5%	982	5%
Otros 1/	920	5%	1 648	8%	1 726	8%
<b>Total</b>	<b>19 164</b>	<b>100%</b>	<b>21 018</b>	<b>100%</b>	<b>21 495</b>	<b>100%</b>

1/ Fondos privados, fondos públicos y personas naturales.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

### II.3.2 Mercado de Renta Fija Privada

42. **El mercado de deuda emitida por el sector privado ha retomado su dinamismo previo a la agudización de la crisis financiera internacional, y presenta condiciones muy favorables para que las empresas obtengan recursos de largo y de corto plazo.** Las condiciones favorables se dan por el entorno de bajas tasas interés y la amplia liquidez que disponen los inversionistas locales como las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y los fondos mutuos, lo que asegura la existencia de una demanda por instrumentos de deuda a un costo financiero atractivo para los emisores.
43. **Los montos emitidos por el sector privado destacaron en el cuarto trimestre de 2009, con colocaciones de instrumentos de deuda por S/. 2 083 millones.** Así, Kallpa Generación y Perú LNG colocaron bonos corporativos por US\$ 172 millones y US\$ 200 millones, en noviembre de 2009 para financiar sus proyectos de generación de energía eléctrica<sup>33</sup> y exportación de gas natural,<sup>34</sup> respectivamente. Cabe destacar los amplios plazos a los que se colocaron estos bonos: 12,5 años para los de Kallpa Generación y un máximo de 15 años para Perú LNG.<sup>35</sup>

33 Kallpa Generación utilizará estos recursos junto a un crédito bancario sindicado en el mercado internacional por US\$ 105 millones y aportes de sus accionistas por US\$ 120 millones para la conversión a ciclo combinado de las tres turbinas existentes que operan con el gas natural de Camisea en su planta de Chilca, mediante la construcción e instalación de una turbina de vapor de 280 MW.

34 El proyecto Perú LNG incluye la construcción y operación de una planta de licuación en Pampa Melchorita (Chincha) que se encargará de la exportación de gas natural proveniente del yacimiento Camisea al mercado mexicano, en primer término.

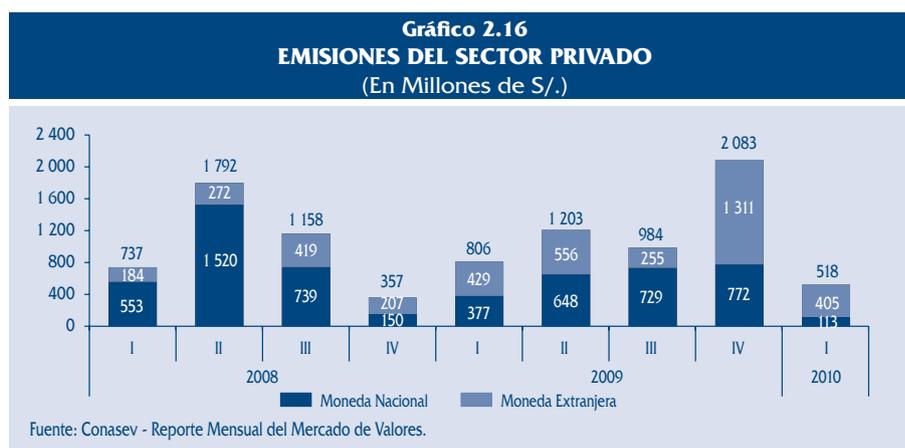
35 La colocación de bonos corporativos de Perú LNG se dividió en 4 emisiones: US\$ 10 millones a 2,5 años, US\$ 30 millones a US\$ 30 millones y 2 emisiones a 15 años que suman los restantes US\$ 160 millones.





**En el primer trimestre de 2010, destacó el ingreso de Cementos Andino y Titulizadora Peruana como nuevos emisores de instrumentos de deuda.** Cementos Andino colocó bonos corporativos en 2 oportunidades por US\$ 7 millones a 3 años y por US\$ 28 millones a 8 años con el objetivo de financiar la ampliación de la capacidad de producción de su fábrica.

Titulizadora Peruana emitió bonos titulizados respaldados por un patrimonio autónomo compuesto de un portafolio de préstamos hipotecarios por US\$ 34,5 a 20 años.<sup>36</sup> La titulización de préstamos hipotecarios permite a las instituciones financieras disponer de mayores recursos con los cuales expandir sus créditos hipotecarios. Además, al ser un financiamiento de largo plazo, posibilita un adecuado calce de plazos y una mejor administración de riesgos financieros, en particular los de liquidez y tasa de interés.



#### 44. Las entidades del sistema financiero recurrieron al mercado de capitales como una fuente de fondeo de largo plazo para sus colocaciones crediticias.

En 2009 y en el primer trimestre de 2010, las entidades han colocado bonos corporativos (Banco de Crédito, Scotiabank y Ripley) por un total de S/. 387 millones, a un plazo promedio de 5 años; bonos subordinados en soles, soles VAC<sup>37</sup> y dólares (Banco de Crédito, BIF e Interbank) por S/. 18 millones, 30 millones de soles VAC y US\$ 131 millones, respectivamente; y, bonos de arrendamiento financiero<sup>38</sup> (América Leasing, BIF, Continental, Leasing Total y Santander) por S/. 343 millones, a plazos de 3 años. Las emisiones de bonos subordinados de Interbank y el BIF fueron a un plazo de vencimiento de 10 años y las del Banco

36 En diciembre de 2007, se dio la primera titulización de una cartera hipotecaria, a través de la colocación del Banco Continental de bonos titulizados por US\$ 25 millones a 18 años de plazo.

37 Valor de Actualización Constante, índice que varía en función al Índice de Precios al Consumidor del mes anterior.

38 Los bonos de arrendamiento financiero son títulos-valores emitidos por las empresas autorizadas a realizar operaciones de arrendamiento financiero (leasing), cuyo objetivo es financiar las operaciones de esa índole.

de Crédito a 7 años.<sup>39</sup> Asimismo, se emitieron certificados de depósitos negociables (Falabella, Ripley, Mibanco y Financiera Edyficar) por S/. 348 millones, a un plazo de 360 días.

45. **En el primer trimestre de 2010 las emisiones de deuda del sector privado han sido inferiores a las registradas en 2009.** Sin embargo, se espera que la oferta de valores aumente dado que las empresas están retomando sus proyectos de inversión debido a las perspectivas de mayores niveles de actividad económica. Así, destacan las recientes inscripciones de programas de emisión de deuda de Cencosud Perú (US\$ 150 millones), Crediscotia Financiera (S/. 300 millones), Caja Municipal de Arequipa (S/. 250 millones), Agroindustrias AIB (US\$ 10 millones) y Radio Shack Perú (S/. 10 millones).
46. **Las tasas de rendimiento de la deuda privada presentaron una clara disminución entre octubre de 2008 y agosto de 2009, estabilizándose a partir de dicha fecha en niveles inferiores a los registrados previos a la crisis financiera internacional.** Esta disminución fue consecuencia de las menores tasas de rendimiento de los bonos soberanos y globales, así como de la menor aversión al riesgo de los inversionistas institucionales locales que llevó a una menor prima por riesgo crediticio exigido a la deuda del sector privado.

Se espera que el costo financiero de emitir valores en el mercado de capitales local continúe siendo atractivo dado la liquidez de los inversionistas institucionales, las tasas locales e internacionales de referencia en mínimos históricos, los actuales rendimientos de la curva de referencia de la deuda soberana, las expectativas de inflación ancladas en torno al rango meta y la fortaleza de la moneda local.

**Gráfico 2.17**  
**TASAS DE RENDIMIENTO DE INSTRUMENTOS DE DEUDA AAA EN MONEDA NACIONAL A UN PLAZO DE 5 AÑOS**



39 Además, las entidades bancarias aprovecharon las condiciones del mercado internacional y la confianza de los inversionistas en la economía peruana y en la solidez de su sistema financiero para emitir de deuda de muy largo plazo con intereses no acumulativos lo que convierte a estos instrumentos en elegibles para incrementar su patrimonio básico o patrimonio de nivel 1. El Banco de Crédito emitió bonos híbridos por US\$ 250 millones a un plazo de 60 años en octubre de 2009 y el Interbank colocó bonos híbridos por el mismo plazo por US\$ 200 millones en abril de 2010.





47. En 2009, las AFP fueron los principales adquirentes de valores de renta fija colocados por ofertas públicas primarias (35% del total) seguidas por los fondos mutuos (21% del total). En el primer trimestre de 2010, destacó la mayor participación de los fondos mutuos y las empresas de seguros que compraron el 42% y el 22% de las emisiones del sector privado, respectivamente.



### II.3.3 Mercado de Renta Variable

48. El Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) aumentó en 101% en 2009 y 6,8% en el primer trimestre de 2010. A partir de marzo de 2009, el mercado bursátil inició una nueva fase alcista revirtiendo así la tendencia decreciente observada entre julio de 2007 y marzo de 2009, la cual fue producto de la crisis financiera internacional que se reflejó en menores precios de los *commodities* y una mayor aversión al riesgo de los inversionistas.<sup>40</sup>

**CUADRO 2.10**  
**PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES**

Región	Índice	Dic.08	Dic.09	Mar.10	Var. %		
					2008	2009	2010 1/
<b>América</b>							
EE.UU.	Dow Jones	8 776	10 428	10 857	-34	19	4,1
EE.UU.	Nasdaq Comp	1 577	2 269	2 398	-41	44	5,7
Brasil	Bovespa	37 550	68 588	70 372	-41	83	2,6
Argentina	Merval	1 080	2 321	2 374	-50	115	2,3
México	IPC	22 380	32 120	33 266	-24	44	3,6
Perú	IGBVL	7 049	14 167	15 129	-60	101	6,8
Perú	ISBVL	11 691	22 434	23 049	-60	92	2,7
<b>Europa</b>							
Alemania	DAX	4 810	5 957	6 154	-40	24	3,3
Reino Unido	FTSE 100	4 434	5 413	5 680	-31	22	4,9
<b>Asia</b>							
Japón	Nikkei 225	8 860	10 546	11 090	-42	19	5,2
Corea	Seul Composite	1 124	1 683	1 693	-41	50	0,6
China	Shanghai Composite	1 821	3 277	3 109	-65	80	-5,1

1/ Al 31 de marzo.  
Fuente: Reuters y Bloomberg.

40 En este período, se observó una significativa reducción de la liquidez del mercado doméstico debido al retiro de participantes de los fondos mutuos mixtos y de renta variable, la reducción de los aportes voluntarios a las AFP, la liquidación masiva de operaciones de reporte y el menor interés de los inversionistas institucionales e individuales en adquirir y mantener posiciones en el mercado accionario.

El avance de la BVL se favoreció por la evolución positiva de los mercados financieros internacionales y de los precios de los metales industriales, los atractivos precios de las acciones respecto a sus valores fundamentales, así como por el regreso de los inversionistas internacionales a los mercados emergentes y el retorno de la confianza de los inversionistas locales. Esta recuperación permitió que los índices bursátiles locales alcancen niveles similares a los de julio de 2008, que es el período previo a la agudización de la crisis financiera internacional.

49. **Las acciones mineras, bancarias y agrarias registraron los mayores incrementos en 2009.** Las acciones de las compañías mineras, el sector con mayor ponderación en los índices bursátiles, se vieron beneficiadas por las mayores ventas y utilidades tras la recuperación de los precios de los metales industriales (cobre, zinc, plomo y estaño). Además, los mayores precios y flujos de caja permitieron que las empresas mineras retomen progresivamente sus planes de expansión, sea a través de la ampliación de las minas existentes o de la exploración y desarrollo de nuevos yacimientos. Así, se incrementan las reservas de mineral y la producción futura de las empresas mineras, generando un mayor valor esperado a sus accionistas.

**CUADRO 2.11  
DESEMPEÑO DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA SEGÚN SECTORES**

Índice Sectorial	Rendimiento			Riesgo 2/		Principales Empresas 3/
	2008	2009	2010 1/	2008-09	2010 1/	
Agrarias	-65%	111%	11%	46%	31%	Pomalca, Casagrande, Tumán
Bancos	-26%	120%	0%	26%	14%	Banco Continental, Scotiabank, Banco de Crédito
Diversas	-39%	47%	14%	26%	16%	Credicorp, Graña y Montero, IFS, Ferreyros
Industriales	-55%	32%	10%	37%	26%	Maple, Austral, Relapasa, Sider, Aceros Arequipa
Mineras	-64%	151%	3%	46%	20%	Volcan, BVN, PCU, La Cima, Atacocha, Cerro Verde
Servicios Públicos	-22%	26%	9%	18%	14%	Edegel, Telefónica del Perú, Luz del Sur, Edelnor

1/ Al 31 de marzo.

2/ El riesgo corresponde a la volatilidad, medida como la desviación estándar de los rendimientos diarios para el período especificado y expresada en términos anuales.

3/ Las empresas se encuentran ordenadas según su ponderación en los índices sectoriales.

Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

50. **En el primer trimestre de 2010 destacaron las acciones del sector construcción (cementera, constructora, siderúrgica) y otras ligadas al mercado interno (como alimentos y bebidas).** La demanda de los inversionistas por estas acciones se ha incrementado por las favorables perspectivas del sector construcción y del consumo privado, así como por los anuncios de mayores ventas esperadas, entrega de dividendos y desarrollo de planes de expansión de las empresas.

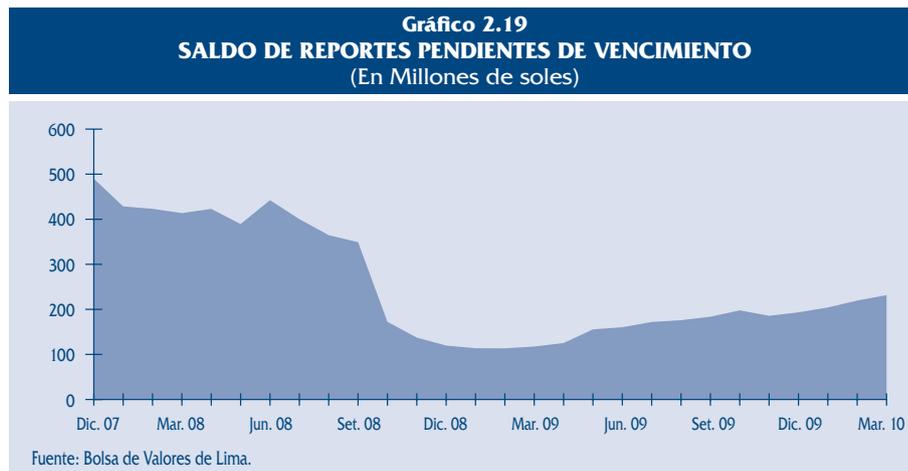
Las acciones ligadas al mercado interno están retomando paulatinamente sus valores fundamentales luego del desplome que sufrieron en 2008 por un pánico generalizado de los mercados, más no porque se haya producido un cambio significativo en sus resultados financieros o en sus perspectivas.





**51. Se ha incrementado el nivel de apalancamiento de los inversionistas, sin embargo todavía no constituye un factor de riesgo en el mercado bursátil.** El saldo de reportes pendientes de vencimiento fue de S/. 231 millones a marzo de 2010, cifra que si bien es aproximadamente el doble a la registrada en marzo de 2009, es muy inferior a lo observado en el primer semestre de 2008.

No obstante, un exagerado optimismo en la BVL puede llevar a que los inversionistas se apalancen a través de operaciones de reporte más allá de lo recomendable. Por ello, y considerando los bajos montos negociados actualmente, las operaciones de reporte deben continuar siendo monitoreadas.<sup>41</sup>



#### II.3.4 Inversionistas Institucionales

**52. El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales alcanzó los S/. 99 888 millones a marzo de 2010.** En los últimos 15 meses, se produjo un importante aumento de este portafolio gracias a los mayores aportes a los fondos de pensiones y fondos mutuos; y, por la recuperación de los precios de los instrumentos de renta variable y renta fija, estos últimos debido al descenso de las tasas de interés y los *spreads* por riesgo crediticio. En este período, destacó el aumento en más de S/. 6 mil millones en las carteras administradas por los fondos mutuos.

<sup>41</sup> Uno de los factores que explicó la magnitud del descenso de la BVL en el último trimestre de 2008 fue la liquidación de operaciones de reporte en medio de un mercado ilíquido. Un abrupto descenso de los mercados bursátiles es acentuado por la venta de acciones de los inversionistas apalancados con operaciones de reporte, debido a que la caída de los precios exige que se repongan los márgenes de garantía. A su vez, una menor liquidez impide que las operaciones de reporte se puedan liquidar sin afectar significativamente el precio de las acciones, lo que retroalimenta la tendencia a la baja del mercado.

CUADRO 2.12 PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES (En millones de soles)							
	Dic.08	Dic.09	Mar.10	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(2) - (1)	(3) - (2)	Dic 09	Mar 10
AFP	49 881	69 287	71 294	19 407	2 006	71,9%	71,4%
Fondos Mutuos	8 741	13 901	14 807	5 161	906	14,4%	14,8%
Compañías de Seguros	10 898	12 041	12 647	1 143	606	12,5%	12,7%
Fondos de Inversión 1/	1 041	1 140	1 140	99	0	1,2%	1,1%
<b>Total</b>	<b>70 560</b>	<b>96 369</b>	<b>99 888</b>	<b>25 809</b>	<b>3 518</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

1/ Última información disponible a diciembre de 2009.  
Fuente: CONASEV y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

53. La cartera administrada de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) ascendió a S/. 71 294 millones (19% del PBI) a marzo de 2010, siendo un nuevo monto máximo. Esta cartera se descompone principalmente en: títulos de renta variable (S/. 21 638 millones ó 30% del total), inversiones en el exterior (S/. 14 981 millones ó 21% del total), bonos del gobierno (S/. 13 168 millones ó 18% del total) y títulos de renta fija emitido por el sector privado (S/. 12 006 millones ó 17% del total).

CUADRO 2.13 COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO (En millones de soles)							
	Dic.08	Dic.09	Mar.10	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(2) - (1)	(3) - (2)	Dic 09	Mar 10
Bonos del gobierno	12 134	13 552	13 168	1 417	-383	20%	18%
Certificados de Depósitos del BCRP	448	365	304	-83	-61	1%	0%
Depósitos en el sistema financiero	4 007	1 777	3 699	-2 230	1 922	3%	5%
Renta fija sector privado	11 398	12 400	12 006	1 002	-394	18%	17%
Títulos de renta variable	12 618	21 592	21 638	8 974	46	31%	30%
Sociedades Titulizadoras	1 876	2 522	2 631	646	109	4%	4%
Fondos de inversión	1 603	1 955	2 301	352	346	3%	3%
Operaciones en tránsito	-396	597	565	993	-32	1%	1%
Inversiones en el exterior	6 192	14 528	14 981	8 335	453	21%	21%
<b>Total</b>	<b>49 881</b>	<b>69 287</b>	<b>71 294</b>	<b>19 407</b>	<b>2 006</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

54. La cartera administrada de las AFP registró un incremento de S/. 19 407 millones en 2009 debido al mayor valor de las tenencias de títulos de renta variable (S/. 8 974 millones) y de las inversiones en el exterior (S/. 8 335 millones) producto de la recuperación de los mercados bursátiles local e internacional. Además, la menor aversión al riesgo de las AFP motivó que incrementaran sus posiciones en estos activos en la búsqueda de oportunidades de inversión que puedan reportar una mayor rentabilidad.





De igual modo, en 2009, se registra un mayor valor de las inversiones en bonos del gobierno (S/. 1 417 millones) e instrumentos de deuda del sector privado (S/. 1 002 millones). La disminución de las tasas de los bonos y otros instrumentos de deuda en el mercado de capitales local determinó que se apreciara el valor de estos activos financieros.

En el primer trimestre de 2010, el portafolio administrado por las AFP aumentó en S/. 2 006 millones, consecuencia de los mayores depósitos en el sistema financiero (S/. 1 922 millones), el incremento de las inversiones en el exterior (S/. 453 millones) y los mayores recursos manejados por los fondos de inversión (S/. 346 millones).

- 55. Las inversiones en el exterior de las AFP han venido aumentando progresivamente en los últimos meses, alcanzando los S/. 14 981 millones a marzo de 2009.** Estas inversiones se concentran principalmente en: títulos de renta variable (S/. 7 135 millones), cuotas de participación en fondos mutuos (S/. 3 518 millones), bonos emitidos por empresas (S/. 1 804 millones) y títulos de deuda de gobiernos extranjeros (S/. 1 297 millones).

El aumento de las inversiones en el exterior se explica en parte por el incremento del **límite operativo** de dichas inversiones por parte del BCRP.<sup>42</sup> Así, en octubre de 2009, dicho límite se elevó de 20% a 22% del valor del fondo de pensiones (Circular No. 025-2009-BCRP); y en enero de 2010, se incrementó a 24% (Circular No. 004-2010-BCRP).<sup>43</sup>

- 56. Los tres tipos de fondo han mostrado un importante crecimiento en 2009 y en el primer trimestre de 2010 luego de las pérdidas ocasionadas por la crisis financiera internacional.** Los fondos Tipo I y Tipo II han recuperado el íntegro de las pérdidas de 2008, alcanzando los valores cuota nuevos máximos el 11 de enero de 2010 (al 31 de marzo de 2010 los valores cuotas de ambos fondos se encontraban a menos de 1% de este máximo).

**CUADRO 2.14**  
**CARTERA ADMINISTRADA DE LAS AFP POR TIPO DE FONDO**  
(En millones de soles)

Fondo de Pensiones	Dic.08	Dic.09	Mar.10	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(2) - (1)	(3) - (2)	Dic.09	Mar.10
Tipo I	4 252	5 838	6 094	1 586	256	8%	9%
Tipo II	36 970	50 058	50 928	13 088	870	72%	71%
Tipo III	8 659	13 391	14 272	4 733	881	19%	20%
<b>Total</b>	<b>49 881</b>	<b>69 287</b>	<b>71 294</b>	<b>19 407</b>	<b>2 006</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

42 De conformidad con lo dispuesto en el artículo 25°-D del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones aprobado por Decreto Supremo N° 054-97-EF.

43 Mediante el Decreto Legislativo N° 1008, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 6 de mayo de 2008, se elevó el límite legal de las inversiones en el exterior de 20% a 30% del valor total del fondo de pensiones, manteniendo el Banco Central la facultad de establecer un límite máximo operativo.



Por su parte, el valor cuota del fondo Tipo III, luego de subir 48% en 2009 y 3,3% en el primer trimestre de 2010, se encuentra 12% por debajo de su valor máximo alcanzado en julio de 2007 cuando la BVL ascendió a sus máximos históricos. Desde el inicio de operación de los multifondos se verifica que los fondos con un mayor componente de sus inversiones en renta variable registran una mayor rentabilidad acumulada pero asociado a un mayor riesgo (volatilidad).<sup>44</sup>

**CUADRO 2.15**  
**RENTABILIDAD NOMINAL POR TIPO DE FONDO**

	2008	2009	1T 2010	Prom. 1/	Acum. 2/	Riesgo 3/
Fondo Tipo I	-4%	15%	0,8%	9%	43%	3%
Fondo Tipo II	-20%	30%	1,6%	12%	66%	10%
Fondo Tipo III	-35%	48%	3,3%	23%	147%	16%

1/ Rentabilidad promedio anual desde el inicio de los multifondos (diciembre 2005).  
2/ Rentabilidad acumulada desde el inicio de los multifondos (diciembre 2005).  
3/ El riesgo corresponde a la volatilidad, medida como la desviación estándar de los rendimientos diarios expresada en términos anuales (período diciembre 2005 - marzo 2010).

**57. El portafolio de inversión de los fondos mutuos aumentó en S/. 906 millones entre diciembre de 2009 y marzo de 2010 a S/. 14 807 millones (4% del PBI), luego de haberse incrementado en S/. 5 161 millones en 2009.** Los mayores recursos administrados por los fondos mutuos son producto del ingreso de nuevos partícipes y de la ganancia de valor de las inversiones en instrumentos de renta fija y de renta variable.

44 El Fondo Tipo I tiene un límite máximo de inversión de 10% en renta variable por lo que es adecuado para los afiliados que requieren de una mayor seguridad respecto al monto de su capital. El Fondo Tipo II con un límite de 45% en renta variable es un portafolio balanceado entre renta fija y variable con un nivel de riesgo moderado. El Fondo Tipo III puede invertir hasta un 80% en renta variable y está diseñado para los afiliados que están dispuestos a incrementar su exposición al mercado de renta variable local.





CUADRO 2.16 PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS (En millones de soles)							
	Dic.08	Dic.09	Mar.10	Var.		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(2) - (1)	(3) - (2)	Dic.09	Mar.10
Composición de las inversiones:							
Depósitos	4 076	6 918	7 609	2 841	691	50%	51%
CDBCRP	532	1 186	1 501	654	315	9%	10%
Renta fija	3 826	4 810	4 595	985	-216	35%	31%
Renta variable	307	988	1 102	681	115	7%	7%
<b>Total</b>	<b>8 741</b>	<b>13 901</b>	<b>14 807</b>	<b>5 161</b>	<b>906</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Grado de dolarización	63%	62%	55%	-2%	-7%		
Número de partícipes (en miles)	199	263	290	64	27		

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

El número de partícipes subió de 199 mil personas en diciembre de 2008 a un récord de 290 mil personas en marzo de 2010, produciéndose el mayor ingreso en los fondos mutuos en obligaciones<sup>45</sup>. Los mayores recursos provenientes de los nuevos partícipes se invirtieron principalmente en depósitos en el sistema financiero, los cuales ascendieron a S/. 7 609 millones a marzo de 2010 y representaron el 51% del portafolio de inversión de los fondos mutuos. Por lo tanto, se observa que los fondos mutuos disponen actualmente de una importante liquidez y recursos que pueden ser canalizados en opciones de inversión más atractivas para sus partícipes. De esta manera, se espera que los fondos mutuos continúen siendo uno de los principales demandantes de instrumentos de deuda en el mercado de capitales.

**58. El portafolio de inversión de las compañías de seguros continuó su tendencia creciente y alcanzó los S/. 12 647 millones (3% del PBI) a marzo de 2010.**

Los recursos administrados por las compañías de seguros han aumentado por: i) el crecimiento de los seguros de desgravamen, a raíz del dinamismo de los créditos hipotecarios y vehiculares; ii) el pago obligatorio de la prima de los seguros relacionados a las rentas de invalidez y sobrevivencia de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones; iii) la contratación de rentas vitalicias por parte de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones al momento de jubilarse; y, iv) los mayores precios de los instrumentos de renta fija y renta variable, así como de las inversiones en inmuebles que poseen.

Las inversiones de las compañías de seguros están conformadas en un 70% por instrumentos representativos de deuda, en un 15% por otras inversiones (incluye inmuebles, primas y otros), en un 8% por instrumentos representativos de capital y en un 7% por recursos en caja y depósitos a plazo.

<sup>45</sup> Las menores tasas de interés de los depósitos a plazos ofrecidos por los bancos y otras entidades financieras motivaron que los agentes económicos buscaran otras alternativas en las cuales invertir sus excedentes, beneficiándose de ello los fondos mutuos en obligaciones.

**59. Los seguros de vida representan el 79% de las inversiones totales (ramos de vida y generales) de las empresas de seguro.** Estos seguros provienen de los contratados por las personas naturales y de los derivados del pago de las pensiones del Sistema Privado de Pensiones (rentas vitalicias, de invalidez y sobrevivencia).

En cuanto al pago de pensiones del Sistema Privado de Pensiones, los afiliados pueden optar por una Renta Familiar Vitalicia, Retiro Programado o una Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida. Las rentas vitalicias ofrecidas por las empresas de seguros pueden ser otorgadas: en dólares, soles indexados a la inflación o en ambas monedas simultáneamente (Renta Vitalicia Bimoneda)<sup>46</sup>. Como hay escasez de instrumentos indexados a la inflación que permitan un calce adecuado, las compañías de seguros ofrecen mayormente la opción en dólares.<sup>47</sup>

Dado lo anterior, se ha permitido recientemente que se puedan otorgar rentas vitalicias en dólares y soles ajustables a una tasa fija que no puede ser menor a 2% anual.<sup>48</sup> De este modo, las empresas de seguros de vida no tendrán inconveniente en ofrecer rentas vitalicias en soles ajustables a tasa fija ya que estos pasivos estarán cubiertos automáticamente por los instrumentos de deuda en soles nominales que adquieran. Además, con ello se desalentará la mayor contratación de pensiones nominales en dólares, las que tienen como inconveniente la pérdida de poder adquisitivo del afiliado en un escenario de apreciación de la moneda local.

**60. A diciembre de 2009, existen 9 fondos de inversión operativos cuyos certificados de participación fueron colocados mediante oferta pública que administran un patrimonio de S/. 1 140 millones, con un total de 261 partícipes.**<sup>49</sup> Dependiendo de su objetivo, los fondos de inversión colocados en ofertas públicas destinan sus recursos a bienes raíces, instrumentos de corto plazo, instrumentos de renta fija, adquisición de acreencias a las pequeñas y medianas empresas que provean de bienes y servicios a empresas grandes, y la adquisición de bienes inmuebles con el propósito de arrendarlos.

46 Resolución SBS N° 8963-2009, publicada en el Diario Oficial El Peruano el 22 de julio de 2009.

47 Ver Recuadro 7: "Bonos Indexados a la Inflación y Desarrollo de Pensiones en Nuevos Soles VAC" del Reporte de Estabilidad Financiera de noviembre de 2009, páginas 52-53.

48 Decreto Supremo N° 104-2010-EF, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 17 de abril de 2010 que modifica el Reglamento del Texto Único Ordenado del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones.

49 Existen también fondos de inversión colocados bajo oferta privada, que en su mayoría operan como fondos de capital de riesgo, pero que no tienen la obligación de reportar información a la Conasev u otro organismo regulador.





**CUADRO 2.17**  
**PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN COLOCADOS POR OFERTA PÚBLICA**  
(A diciembre de 2009)

Administradora	Fondo de inversión	Patrimonio		
		Participes	(S/. Mill.)	%
AC CAPITALES S.A.F.I.	Fondo de Inversión Multirenta Inmobiliaria	24	225	19,7%
GRUPO CORIL S.A.F.I.	Instrumentos de Corto y Mediano Plazo 1	4	25	2,2%
	Instrumentos de Corto y Mediano Plazo 2	6	22	1,9%
	Instrumentos Financieros 5	84	16	1,4%
	Instrumentos Financieros 7	72	14	1,3%
	Renta Mixta Soles	43	1	0,1%
COMPASS GROUP S.A.F.I.	Compass Group - Renta Fija	12	289	25,3%
	Compass Group - Pymes	9	253	22,2%
SIGMA S.A.F.I.	Leasing Operativo - LEASOP I	7	294	25,8%
<b>Total</b>		<b>261</b>	<b>1 140</b>	<b>100%</b>

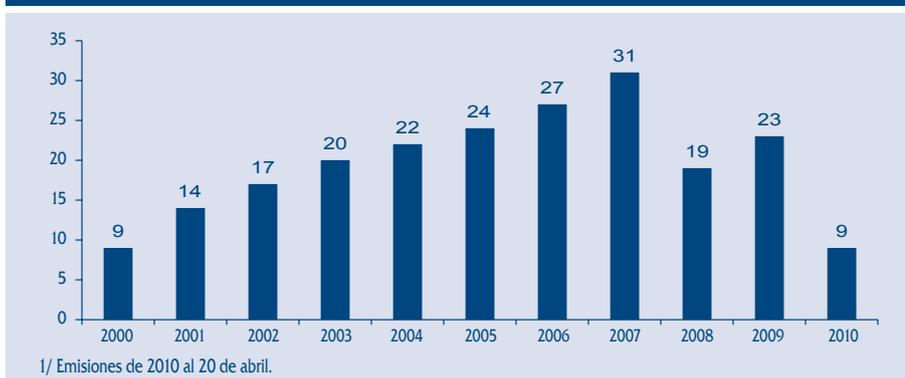
Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

### II.3.5 Factores por considerar en el desarrollo del mercado de capitales

61. **El crecimiento de la oferta de títulos valores ocurre en menor proporción que el aumento de su demanda, lo que se agudizó en los últimos dos años.** Sin embargo y a pesar de la crisis financiera internacional, las condiciones del mercado fueron muy favorables para la emisión de instrumentos de deuda: entorno de bajas tasas de interés y amplia liquidez en los inversionistas institucionales. Así y luego de que ingresaran 30 nuevos emisores entre 2004 y 2007, sólo hubo un nuevo emisor en 2008 y dos en 2009. Además, el número de empresas no financieras que colocaron algún instrumento de deuda se redujo de 31 en 2007 a 19 en 2008 y a 23 en 2009.

Es importante recordar que este lento crecimiento de la oferta de valores ocurre a pesar de que, en el mercado de capitales, las empresas pueden captar recursos de largo plazo a un costo financiero atractivo y en moneda nacional, con lo que las empresas que venden mayoritariamente en el mercado interno eliminan el riesgo de tipo de cambio. Con ello, pueden también financiar sus proyectos de inversión y de expansión de su escala productiva ante el crecimiento esperado de la demanda interna y el mayor acceso a mercados en el exterior, así como pueden también diversificar sus fuentes de fondeo, sumando una alternativa adicional al financiamiento proveniente de los préstamos bancarios, pago a proveedores y recursos propios.

**Gráfico 2.21**  
**NÚMERO DE EMPRESAS NO FINANCIERAS EMISORAS DE INSTRUMENTOS DE DEUDA POR AÑO 1/**



**Entre los aspectos que explican esta conducta, se encuentra el hecho de que las empresas nacionales presentan características organizacionales y culturales que dificultan su ingreso al mercado de capitales.** Entre ellas, destaca la estructura de propiedad familiar, en varias de ellas, que las hace cerrada y, por ello, sin necesidad de ser más transparente en su información de lo que le requiera su banco financiador. Por ello, para facilitar la incorporación de nuevos emisores se requiere que las empresas realicen esfuerzos para mejorar la transparencia y la calidad de su información financiera. Las empresas deben ponderar que los beneficios de acceder al mercado de capitales como el menor costo de fondeo superan a los gastos asociados de preparar y realizar una emisión.

**En particular, es relevante que las empresas evalúen sus estándares de información y de Gobierno Corporativo.** En la búsqueda de difundir las ventajas de acceder a financiamiento en el mercado de capitales y ampliar el número de empresas emisoras, la Bolsa de Valores de Lima viene implementando el programa “Avanza BVL” con apoyo del BID, a través del cual empresas medianas como Agroindustrias AIB están próximas a efectuar colocaciones de instrumentos de corto plazo.<sup>50</sup>

Además de divulgar entre las empresas grandes y medianas las ventajas del mercado de capitales, es necesaria la identificación de los costos de acceso al mercado de capitales y de los factores regulatorios que encarecen la emisión de

<sup>50</sup> Avanza BVL es un programa desarrollado por la BVL y el BID que apoya gratuitamente a la mediana empresa interesada en financiarse a través del mercado de valores. Entre las empresas participantes figuran: Agroindustrias AIB, Bombos, Filtros Lys, Inversiones Perú Pacífico, Jوسفel Iluminación, etc. Las ventajas de este programa para las empresas participantes son: i) Evaluación de las estructuras financieras, legales y organizacionales de la empresa; ii) Realización de un plan de trabajo, de los pasos a seguir y el cronograma de actividades para lograr el listado en bolsa; y, iii) Bono de US\$ 10 mil a las empresas que listen sus valores en la bolsa a través del programa, que ayudará a cubrir algunos de los costos incurridos en la emisión.





valores. Por ejemplo, existe incertidumbre sobre la renovación de la exoneración, que vence el 30 de junio de 2010, del Impuesto General a las Ventas a los intereses de los instrumentos de deuda colocados mediante oferta pública.

- 62. El mercado de capitales se puede constituir en una fuente de financiamiento de proyectos de inversión de infraestructura pública.** Para ello, es necesario identificar los proyectos factibles de ser desarrollados por el sector privado a través de Asociaciones Público Privadas, y promover los procesos de concesión. El financiamiento se obtendría a través de la colocación de bonos en moneda nacional cuyo pago esté respaldado por los flujos de caja que genere el proyecto.<sup>51</sup> Adicionalmente, estos flujos de caja deben estar garantizados por el Estado en el contrato de concesión, con lo que estos bonos alcanzarían las mejores calificaciones de riesgo y se disminuiría el costo del financiamiento, más aun si se considera que la deuda soberana de Perú cuenta con grado de inversión.

La emisión de bonos para financiar infraestructura pública dinamizaría significativamente la oferta de valores en el mercado de capitales y serían muy demandados por los inversionistas institucionales con un perfil de largo plazo y por los fondos de inversión. En este sentido, el gobierno ha promovido la conformación de un fondo en infraestructura por US\$ 500 millones con la participación de las AFP, COFIDE y el BID. Adicionalmente, las AFP han comprometido US\$ 225 millones en un fondo de inversión en infraestructura administrado por el sector privado.

- 63. Se observan algunos factores adicionales que constituyen retos para el mercado de capitales pero que a su vez ofrecen oportunidades para potenciar su desarrollo. Entre ellos, destacan los siguientes:**

- a. **Reducida liquidez y profundidad del mercado de capitales.** Este factor se explica por el reducido número de emisores y de emisiones como por el reducido monto de éstas, que determina que la adquisición de estos títulos en el mercado secundario por un inversionista institucional pueda tener efectos importantes en las cotizaciones. Además, la mayoría de los inversionistas institucionales que adquieren valores en el mercado primario lo hacen con la intención de mantenerlos al vencimiento (*“buy and hold”*) dado su perfil de largo plazo y el riesgo de reinversión de los recursos ante la escasez de nuevas oportunidades de inversión<sup>52</sup>.

El bajo nivel de negociación resultante incrementa la tasa de rendimiento requerida para las nuevas emisiones (por la mayor prima de liquidez) y dificulta

---

51 Por ejemplo, el cobro de peajes en el caso de construcción de infraestructura vial.

52 La industria de los fondos mutuos constituye el vehículo ideal para ampliar la base de inversionistas en el mercado de capitales, desconcentrando el dominio por el lado de la demanda que ejercen los inversionistas de largo plazo como las AFP. Una ventaja de los fondos mutuos es la diversidad de los mismos en función a distintos perfiles de riesgo, horizontes de inversión, etc. Así, el desarrollo de fondos mutuos de corto plazo o con un estilo más activo de inversión permitiría dotar al mercado secundario de deuda de mayor liquidez.

la valorización de los portafolios, afectando negativamente al desarrollo de los mercados financieros locales.

- b. **Incompleta curva de referencia de los bonos soberanos.** El desarrollo del mercado de renta fija requiere de una curva de rendimiento de referencia continua, líquida y con información en todos los tramos de la misma.

La curva de rendimiento de bonos soberanos se ha alargado en los últimos años, con la emisión de bonos a plazos más largos. Sin embargo, la disponibilidad de puntos de referencia para el tramo corto y medio de la curva de rendimiento soberana ha sido reducida por el intercambio de bonos soberanos con un plazo de vencimiento cercano (hasta 6 años) por otros con vencimiento en 20-30 años, dejando sin referencia al sector privado para estos plazos. De este modo, los emisores e inversionistas no pueden cuantificar con exactitud, cuántos puntos básicos por encima de la tasa libre de riesgo se encuentra el precio del valor ofertado / demandado.

El desarrollo de operaciones de *strips*<sup>53</sup> a través de la creación de bonos segregables permitiría dotar de observaciones de la tasa de rendimiento libre de riesgo a todos los puntos de la curva de referencia, especialmente para los plazos de vencimiento inferiores a los 10 años que son los más relevantes para las emisiones del sector privado.

- c. **Poco desarrollo del mercado de instrumentos hipotecarios.** Las instituciones financieras no utilizan el potencial del mercado de capitales para financiar sus colocaciones hipotecarias, a pesar de las ventajas que la emisión de los instrumentos hipotecarios ofrece tanto en términos del costo de los fondos como en el calce de plazo de sus operaciones. Entre los instrumentos hipotecarios cuya emisión podría impulsarse se encuentran la titulización de la cartera hipotecaria y la emisión de Títulos de Crédito Hipotecario Negociable. Asimismo, se espera que se apruebe en el corto plazo la emisión de bonos hipotecarios cubiertos (ver Recuadro 4).

---

#### RECUADRO 4 PROYECTO DE LEY DE CREACIÓN DE BONOS HIPOTECARIOS CUBIERTOS

El 17 de febrero de 2010, el Poder Ejecutivo remitió al Congreso de la República el proyecto de ley que regula la emisión de los Bonos Hipotecarios Cubiertos (BHC) por parte de las instituciones financieras (IFI) reguladas por la SBS. Actualmente, este proyecto se encuentra en revisión por la Comisión de Economía del Congreso.

---

53 Las operaciones con *strips* consisten en independizar cada cupón convirtiéndolo en la práctica en un bono cupón cero. Para ello, se requiere permitir que los bonos soberanos sean bonos segregables o divisibles.





El propósito del proyecto es fomentar el desarrollo del financiamiento hipotecario y mejorar la administración de riesgo de las IFI a través de la creación de un instrumento de financiamiento, el BHC, que contaría con una garantía específica (activos de respaldo, principalmente créditos hipotecarios para la vivienda). El establecimiento de esta garantía disminuiría también el riesgo de los inversionistas tenedores del BHC, ya que tanto los activos de respaldo como el BHC se excluirían de la masa de liquidación en caso de insolvencia de la IFI emisora.

El BHC permitiría desarrollar el mercado de capitales y dotar a los bancos de colaterales para acceder a las operaciones monetarias con el BCRP (en caso que un banco adquiriera un BHC emitido por otra IFI). Además, las IFI de mayor tamaño podrían consolidar los créditos hipotecarios de IFI pequeñas para realizar una emisión consolidada de BHC.

Si bien es cierto que las IFI pueden emitir actualmente bonos hipotecarios, éstos no han tenido el desarrollo esperado, habiéndose colocado un monto reducido con relación a los créditos hipotecarios otorgados (aproximadamente, 1%). Este comportamiento obedecería, entre otros factores, a que: (i) las garantías de los bonos hipotecarios no cubrirían totalmente a los tenedores de los bonos en caso de intervención, disolución y liquidación del emisor, (ii) la regulación actual no contempla una adecuada sustitución y diversidad de los activos de respaldo que garantizan el pago de los bonos.

Acorde con los estándares vigentes en los mercados financieros (especialmente en Europa), el proyecto busca incorporar características similares a los BHC para promover su liquidez en el mercado peruano de capitales, entre las que destacan:

1. Son colocados mediante oferta pública o privada, localmente o en el exterior.
2. Presentan niveles mínimos de sobrecolateralización (10% del principal no amortizado del BHC) y un control máximo al agregado de sobrecolateralizaciones del emisor (15% del patrimonio efectivo del emisor).
3. Están inscritos en un registro a cargo del emisor, en el que se anotarán los BHC y sus activos de respaldo (para cada emisión). Este registro deberá mantenerse actualizado, bajo responsabilidad del emisor.

Cuentan con un agente de monitoreo designado por el emisor (no vinculado a éste), cuya función es vigilar el desempeño de los activos de respaldo; los cuales están conformados principalmente por créditos hipotecarios (cuentan con características similares como *Loan-to-Value* máximos de 80% y primera garantía hipotecaria, tienen clasificación Normal, entre otras). Asimismo, el agente de monitoreo debe sustituir los activos de respaldo en caso de prepago y cuando hayan dejado de cumplir las mencionadas características.

---

Una medida a favor del desarrollo de instrumentos hipotecarios es extender a las empresas tituladoras de carteras hipotecarias la exoneración del IGV a los intereses, servicios de gestión de cobranza y otros servicios de los créditos hipotecarios que forman parte del patrimonio fideicometido de una titulación de créditos hipotecarios.<sup>54</sup>

---

54 Los bancos están inafectos al pago del IGV por los intereses de los créditos, pero una vez que éstos se transfieren al fideicomiso se pierde dicha inafectación. Por ello, los créditos titulizados deben tener el mismo tratamiento que los créditos de las instituciones del sistema financiero.

- d. **Falta desarrollar los mercados de Repos interbancarios y de derivados de tasas de interés.** En el Perú y a diferencia del mercado cambiario,<sup>55</sup> los estructuradores de un derivado de tasa de interés en nuevos soles no pueden realizar la cobertura de su posición por la falta de precios de referencia confiables y de liquidez en el mercado de dinero (lugar en el que se efectúa la cobertura). El banco estructurador del derivado necesita de un mercado de dinero líquido para realizar la cobertura sintética, esto es, replicando, pero en la posición opuesta, los mismos pagos a los que se obliga en el derivado contraído.<sup>56</sup>

**El Repo interbancario es un instrumento que podría incrementar la liquidez del mercado de dinero, pero existen trabas que dificultan su desarrollo.**

Es importante tener presente que el desarrollo de una curva de rendimiento de corto plazo sólo es posible cuando el mercado interbancario sea líquido, profundo y ofrezca alternativas de financiamiento a distintos plazos.

---

**RECUADRO 5**

**EL REPO INTERBANCARIO Y EL DESARROLLO DEL MERCADO DE DINERO**

El repo interbancario es, por consenso del mercado, una alternativa viable y eficiente para proveer liquidez de corto plazo, con características superiores a los préstamos interbancarios. El mercado de préstamos interbancarios no resuelve las necesidades de liquidez que requiere un mercado de derivados por las siguientes dos razones:

- Existe un límite prudencial que prohíbe a los bancos prestar más del 30% del patrimonio efectivo de la entidad prestataria. Esta medida genera complicaciones a bancos de reducido patrimonio pero de activa participación en el mercado de derivados.
- Los bancos de matriz extranjera asignan una línea de crédito interbancaria reducida (usualmente menor al límite del 30%).

Esta política significa, en la práctica, que sólo los bancos que cuentan con gran patrimonio y elevada calificación crediticia se benefician del mercado de préstamos interbancario.

Ante esta situación, el BCRP viene realizando esfuerzos para promover el mercado de repo interbancario, para lo cual está realizando reuniones con tesoreros de las entidades bancarias.

---

55 Un ejemplo de cobertura en el mercado de *forwards* de dólares es la siguiente: el vendedor de un *forward* (se obliga a vender dólares a futuro) cubre su exposición mediante la compra de dólares en el mercado spot, en el que existen cotizaciones confiables y liquidez adecuada.

56 Por ejemplo, un banco que entra en un *swap* para pagar tasa flotante y recibir tasa fija debe, a su vez, encontrar a una contraparte que esté dispuesto a pagarle flotante y a recibir del banco tasa fija. Sin embargo, cuando el mercado está en su etapa inicial de desarrollo, es poco probable que pueda cubrir su posición de la manera descrita. Por ello, resulta vital contar con un mercado de dinero líquido que permita al banco recibir fondos a tasa flotante, a través de, por ejemplo, depósitos *overnight* del Banco Central o, mejor aún, repos interbancarios.





Estas entidades señalan que las dos modalidades de repo autorizadas por la SBS (con transferencia de propiedad y los préstamos garantizados) son atractivas pero contienen problemas potenciales a ser resueltos.

Los bancos manifiestan que la contabilidad de los repos con transferencia de propiedad genera volatilidad en sus balances, ya que registra una venta verdadera del activo subyacente cada vez que se realice un repo. En cuanto a los préstamos garantizados y si bien su contabilidad se ajusta a las prácticas internacionales, el término “garantía” entra en conflicto con el Código Civil, que establece que las garantías no pueden ser apropiadas por los acreedores incluso en situaciones de *default* (Art. 1066).

Una solución para este problema es la promulgación de una norma con rango de ley específica de repos y así evitar el conflicto con una norma superior (Código Civil). En dicha ley, se debe de asegurar la transferencia de propiedad del activo reportado, y que esta transferencia prevalezca aun en casos de insolvencia. En cuanto al tratamiento contable, es recomendable que éste permita mantener el activo reportado en el balance para evitar la volatilidad en los resultados. Asimismo, se requiere la modificación de la Resolución N° 1067-2005 para eliminar la modalidad de repo como préstamo garantizado, y establecer que el único repo es aquel que implica la transferencia de propiedad.

---

**Una limitante importante para un mayor uso de instrumentos derivados es la falta de una tasa de interés variable de referencia para el corto plazo en nuevos soles que sea confiable y por tanto aceptada por todos los participantes del mercado.** Esta tasa de interés permitiría el desarrollo del mercado al aceptar la emisión de instrumentos a tasa variable cuyo riesgo puede ser cubierto mediante el uso de *swaps* de tasa de interés fijas por flotantes.

---

#### RECUADRO 6 MERCADO DE DERIVADOS: SWAPS DE TASAS DE INTERÉS

En la actualidad, el mercado de *swap* de tasas de interés en moneda local aún no se ha desarrollado. No obstante, se realizan operaciones sobre tasas de interés en dólares, utilizando la LIBOR, y operaciones que incluyen el intercambio de dólares y nuevos soles (*cross currency swaps*<sup>57</sup>). Las estadísticas sobre estas últimas transacciones no son públicas, ya que se realizan fuera de un mecanismo centralizado de negociación (*over-the-counter*) en un mercado *offshore*

---

57 El *cross currency swaps* (CCS) es un instrumento similar al *swap* de tasas de interés (IRS), con la diferencia de que en esto último los intereses intercambiados están en una misma moneda, mientras que el en CCS están en monedas distintas. En el CCS una de las partes paga intereses en una moneda y la contraparte lo hace en una moneda distinta. Así, el CCS es un IRS más una cobertura de monedas. Con el CCS se pueden intercambiar tasas de interés en monedas distintas de fijas a flotantes y viceversa (fijo-fijo, fijo-flotante, flotante- flotante).

---

donde bancos internacionales (JP Morgan, Citibank, Deutsche Bank, entre otros) ofrecen estos instrumentos a clientes locales y extranjeros. Este mercado surge de la necesidad de inversores extranjeros de convertir los flujos provenientes de sus tenencias de bonos soberanos peruanos a flujos en monedas distintas.

Los bancos están interesados en desarrollar el mercado de *swap* de tasas de interés en moneda local, sin embargo, se encuentran algunas trabas entre las que destacan la necesidad de:

1. Establecer una tasa de referencia flotante en moneda nacional.
2. Incrementar la liquidez del mercado de dinero.
3. Fomentar la demanda por coberturas contra riesgos de mercado.

Respecto a la primera, existe el consenso de utilizar la tasa interbancaria *overnight* como referencia flotante (similar a la práctica que se realiza en Chile). Los bancos agremiados en ASBANC vienen discutiendo esta propuesta, y se espera que en el corto plazo se adopte un acuerdo al respecto.

Respecto a lo segundo, para el incremento de la liquidez del mercado de dinero es necesario impulsar las operaciones repo entre bancos. Respecto a la tercera, se requiere de un esfuerzo conjunto de todos los participantes (bancos y reguladores). Es importante tener presente que las empresas locales tienen poca costumbre de utilizar coberturas contra riesgos de mercado (entre ellos, el de tasas de interés) y, en muchos casos, no sienten la necesidad de hacerlo porque el mercado de capitales ofrece mayormente recursos a tasa fija, en muchos casos por la falta de tasas flotantes de referencia.

En los últimos años, las operaciones en moneda nacional han ampliado sus plazos, por lo que, como parte del desarrollo del mercado, surge la necesidad de contar con instrumentos de tasa variable para mejorar la administración del riesgo de tasa de interés, principalmente para las entidades del sistema financiero.<sup>58</sup> De lo señalado, la emisión de instrumentos a tasa flotante en moneda local y el interés de los bancos en mejorar la administración del descalce de tasas, son elementos que impulsarían la demanda por *swaps* de tasas en soles.

- 
- e. **Regulación restrictiva en la política de Inversiones de las AFP.** La normativa actual restringe las posibilidades de inversión de las AFP, lo que lleva a que los portafolios administrados presenten una creciente y elevada concentración por emisores y por instrumentos.

---

58 Los bancos en general, y los peruanos en particular, suelen fondearse a corto plazo y prestar una parte de esos fondos a mediano y largo plazo a tasa fija. Esta característica significa, en la práctica, endeudarse a tasa flotante (depósitos de corto plazo) y prestar a tasa fija (créditos a plazos mayores a un año). Así, los balances de los bancos contienen un grado de descalce de tasas de interés que los expone al riesgo generado por cambios en esas tasas.





El requisito de que la SBS autorice previamente cada uno de los instrumentos financieros en los que invierten las AFP y los límites por emisión<sup>59</sup> no premia el gasto en Investigación y Desarrollo de las AFP. Además, se desincentiva a que una AFP descubra nuevas oportunidades de inversión, ya que el resto de AFP rápidamente pueden copiar o asumir una posición de inversión similar a la AFP que realizó el esfuerzo de investigación.

Las siguientes son algunas medidas que merecen ser consideradas para flexibilizar y perfeccionar la regulación de las inversiones de las AFP:

- Los requisitos que deben cumplir los instrumentos financieros para ser elegibles como inversiones deben ser establecidos solo por criterios generales y no requerir adicionalmente una autorización específica de la SBS. La revisión por parte de la SBS de que los instrumentos financieros y las sociedades administradores de fondos cumplan con los requisitos establecidos debe ser *ex - post* y no *ex - ante*.
- Aumentar el límite por emisión de 50% a 100% para los instrumentos de deuda con un plazo de vencimiento mayor a un año; tal como es para los valores con un vencimiento menor a un año.

El universo de empresas en las cuales las AFP puedan efectuar inversiones de renta variable debe ser ampliado. El portafolio de acciones de las AFP presenta una elevada concentración debido a que, en los últimos años, no se ha ampliado las posibilidades de inversión en renta variable local a pesar del importante crecimiento de la capitalización bursátil y del desempeño financiero de las empresas.

---

59 Los límites por emisión están en función a un factor de riesgo para los valores con derecho crediticio, depósitos e instrumentos de deuda y en función a un factor de liquidez para las acciones. El límite por emisión para adquirir instrumentos de deuda con un plazo de vencimiento superior a 1 año es de 50% ponderado por el factor de riesgo (el cual es 1 cuando la calificación de riesgo es AAA, AA o A). Así, para una emisión con un plazo de vencimiento superior a 1 año se requiere de al menos de la presencia de dos AFP.

### III. INFRAESTRUCTURA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

*El desarrollo del mercado de capitales también requiere de un marco jurídico adecuado, predecible y estable. La existencia de trabas en este marco afecta el desarrollo de este mercado como el de instrumentos más complejos.*

---

#### RECUADRO 7

#### INFRAESTRUCTURA FINANCIERA Y EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La infraestructura financiera es el conjunto de reglas, instituciones y sistemas en el cual se realizan las actividades financieras de una economía. Comprende el marco legal y regulatorio (incluidos los mecanismos de ejecución de garantía; de solución de conflictos y los vinculados al proceso de insolvencia); la supervisión del sistema financiero; las normas contables y de auditoría; las normas de gobierno corporativo; los mecanismos de información al mercado (registros públicos, estadísticas, normas sobre publicación de información, clasificadoras de riesgo, reportes de consultoras, etc.); los sistemas de pagos; las facilidades de liquidez; los mecanismos de resolución de crisis; y, la red de seguridad financiera.<sup>60</sup>

La calidad y la idoneidad de esta infraestructura es determinante para el desarrollo de los mercados financieros. Una ineficiente infraestructura no sólo limita el desarrollo de los mercados (por ejemplo, restringe el proceso de innovación financiera, al limitar el desarrollo de nuevos instrumentos) sino que incrementa su vulnerabilidad a la ocurrencia de una crisis.

Uno de los factores más relevantes de dicha infraestructura resulta ser el marco legal y regulatorio, el cual contribuye a fortalecer la estabilidad financiera en la medida en que se oriente a asegurar:<sup>61</sup>

- El respeto de los derechos de propiedad y la capacidad de ejecutar los contratos a través del poder judicial.
- El desarrollo de una supervisión y regulación prudencial.
- El desarrollo de un mercado de capitales.
- El establecimiento y desarrollo de un sistema de pagos<sup>62</sup> seguro y eficiente.

---

60 Bossone, Mahajan y Zahir, "Financial Infrastructure, and Capital Accumulation: Theory, Evidence and Policy", IMF Working Paper, WP/03/24, enero 2003.

61 Rosengren, Eric S. y Jordan, John S., "Building an Infrastructure for Financial Stability: An Overview", New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, noviembre-diciembre 2000.

62 El sistema de pagos abarca el conjunto de instrumentos, reglas, procedimientos comunes y redes que permiten la transmisión de los mensajes de pago entre los participantes. A través de este sistema, los agentes económicos transfieren fondos para liquidar no solo las transacciones de bienes y servicios, sino también las operaciones con valores, productos derivados, moneda extranjera y otras del mercado de dinero y de capitales.



64. **El desarrollo de los mercados financieros se puede enfocar como un proceso secuencial en el que se van desarrollando y consolidando bloques intermedios,<sup>63</sup> los que a su vez sirven de pilares para el progresivo desarrollo de otros mercados de mayor complejidad, como el de derivados financieros<sup>64</sup>.** En efecto, se dificulta alcanzar un desarrollo del mercado de derivados sin haber consolidado previamente el mercado de dinero o el mercado de deuda pública.

Un mercado financiero plenamente desarrollado debe permitir el uso de mecanismos eficientes de asignación de recursos y de transferencia de riesgos. Estos mecanismos se consolidan en los mercados de derivados, ya que permiten que las empresas accedan a mejores alternativas de financiamiento y de cobertura de riesgos, y que los inversionistas puedan obtener una mejor rentabilidad para sus inversiones según sus preferencias por riesgo y retorno.

Para el mercado de derivados de tasas de interés en soles, se requiere del desarrollo de los siguientes pilares:<sup>65</sup>

- a. Marco legal y tributario: claro, sencillo y transparente.
- b. Mercados cambiarios y de dinero: líquidos y profundos.
- c. Mercado de bonos soberanos: líquido y a plazos largos.
- d. Índices de referencia: creíbles por el mercado.



Una vez que las bases estén adecuadamente estructuradas, el desarrollo de este mercado de derivados debería partir de los instrumentos más sencillos (*Forward*

63 “*Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing*”, por Cem Karacadag, V. Sundararajan y Jennifer Elliot. Fondo Monetario Internacional, junio de 2003.

64 El instrumento financiero derivado es aquél cuyo rendimiento depende de la evolución del precio de otro activo que se utiliza como referencia (monedas, tasas de interés, *commodities*, bonos, etc) denominado activo subyacente.

65 “Derivados Financieros en Colombia”, presentación del banco de inversión JP Morgan el 10 de mayo de 2007 en el “XIX Simposio de Mercado de Capitales” desarrollado en Colombia.

*Rate Agreement* o FRA y los *swaps*), dado que son los de más fácil comprensión y más sencilla valorización. Luego y por las mismas necesidades de los agentes que operan en el mercado, los instrumentos se irán haciendo cada vez más complejos.

65. **El marco legal y regulatorio debe asegurar el respeto a los derechos de propiedad, garantizar el proceso de ejecución de los contratos en caso de incumplimiento y brindar mecanismos de resolución de conflictos ágiles y claros.** Para ello, se requiere estabilidad en las reglas y el equilibrio entre los derechos de los deudores y acreedores.

**A su vez, se requiere que la aplicación del marco tributario sea sencilla y que minimice las distorsiones que genere en la asignación de recursos.** En lo que respecta al mercado de derivados, un avance importante fue realizado por la SUNAT mediante la corrección de las trabas que impedían clasificar los derivados entre cobertura y especulación (Decreto Legislativo 970). Esta diferenciación es importante porque los usuarios de derivados para cobertura tienen el derecho de utilizar las pérdidas generadas por los derivados como escudo fiscal. Hasta 2008, esta diferenciación era compleja y desincentivaba a las empresas a tomar coberturas.

66. **La liquidez en los mercados cambiarios y de dinero es una condición necesaria, aunque no suficiente, para continuar con el desarrollo del mercado de capitales.** Sin mercados cambiarios y de dinero líquidos es difícil desarrollar un mercado de derivados, dado que los bancos estructuradores del derivado los necesitan para realizar las coberturas de sus posiciones.

67. **La valorización de los instrumentos privados requiere de una curva de rendimientos completa de los bonos soberanos.** Para ello, el mercado secundario de estos bonos debe ser líquido y profundo. Cabe anotar que la realización de una adecuada valorización de los instrumentos privados es esencial para que los emisores puedan efectuar la colocación primaria de sus instrumentos y los tenedores de los mismos puedan negociarlos con seguridad en el mercado secundario.

68. **Un mercado de capitales requiere de índices de tasas de interés, de precios, de cotizaciones bursátiles, etc., que se puedan tomar como referencia tanto para operaciones de inversión como de cobertura.** Estos índices sirven de base para la estructuración de los instrumentos derivados y, para ello, deben ser simples y confiables.

Un ejemplo de una tasa de interés que cumple estas características es la LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), que es la tasa flotante de referencia más utilizada a nivel internacional, y a cuya variación se vinculan instrumentos como bonos, FRA, *swaps* y opciones de tasas de interés en dólares.





### III.1 Marco Regulatorio

**69. En el último semestre los principales cambios regulatorios estuvieron enfocados en tres aspectos: la mejora de la transparencia, la afectación tributaria de las ganancias de capital y el fortalecimiento del sistema de pagos.**

**70. Sobre el factor de transparencia:** la escasa liquidez de los mercados secundarios dificulta la valorización de los portafolios de los inversionistas institucionales, principalmente de los instrumentos financieros que no registran diariamente precios de mercado. Este problema es de mayor relevancia para los instrumentos de deuda emitidos por el sector privado que son los valores de menor negociación secundaria.

Al respecto, la CONASEV aprobó el Reglamento de Empresas Proveedoras de Precios,<sup>66</sup> en virtud del artículo 354 de la Ley del Mercado de Valores, vigente desde enero de 2009. El artículo establece la obligación de las sociedades administradoras de fondos mutuos y de inversión de contratar servicios de empresas especializadas e independientes, denominadas empresas proveedoras de precios (EPP), para la valorización de sus inversiones. Proveedor Integral de Precios del Perú S.A. (PiP Perú) es la primera EPP establecida en el Perú y viene entregando diariamente valorizaciones de activos financieros.<sup>67</sup>

**71. En relación a los cambios tributarios:** el Congreso de la República, mediante la Ley N° 29492, estableció la aplicación del Impuesto a la Renta a las ganancias de capital provenientes, entre otros, de la enajenación de valores mobiliarios (por ejemplo, acciones y bonos) realizada a través de mecanismos centralizados de negociación. Aunque esta norma se aplicó considerando los principios de equidad en la tributación, sus efectos sobre el desarrollo del mercado de capitales son inciertos, y una evaluación más completa de su impacto debe realizarse en los siguientes meses.

**72. Sobre el Fortalecimiento del Sistema de Pagos:** a iniciativa del BCRP, el Congreso de la República promulgó la Ley N° 29440, (19/11/2009) “Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores”. La finalidad de la Ley es proteger los recursos y valores involucrados y garantizar la apropiada culminación de las transacciones y la continuidad de la cadena de pagos de la economía. La Ley recoge, entre otros, los principios de irrevocabilidad y firmeza de las órdenes de transferencia aceptadas en los sistemas.

---

66 RC N° 101-2009 publicada el 30 de diciembre de 2009 en el Diario Oficial El Peruano.

67 PiP Perú es una subsidiaria de PiP México, empresa líder en proveeduría de precios en el mercado mexicano y con presencia en Costa Rica y Colombia.

---

**RECUADRO 8**  
**PRINCIPALES CAMBIOS NORMATIVOS**

**Normas que regulan el Sistema Financiero**

Emitidas por la SBS

- Circular N° B-2187-2010 (11/3/2010).- Establece el monto máximo de cobertura del Fondo de Seguro de Depósitos para el trimestre marzo-mayo de 2010 en S/. 83 213.
- Res. N° 1593-2010 (13/2/2010).- Modifica el Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario. Modifica límites de 100% a 75% del Patrimonio Efectivo (PE) para la sobrecompra de moneda extranjera y de 10% a 15% del PE para la sobreventa.
- Resolución N° 1445-2010 (11/2/2010)- Modifica el Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones, y el Reglamento para el Requerimiento de Patrimonio Efectivo por Riesgo de Crédito. También modificado por la Res. N° 14353-2009 (4/11/2009).
- Res. N° 14354-2009 (4/11/2009).- Aprueba el Reglamento para el Requerimiento de Patrimonio Efectivo por Riesgo de Crédito.
- Res. N° 12878-2009 (19/9/2009).- Modifica el Reglamento de Bonos Hipotecarios.
- Res. N° 12872-2009 (18/9/2009).- Modifica el Reglamento de Transferencia y Adquisición de Cartera Crediticia.
- Circular N° B-2184-2010 (11/1/2010).- Información mínima requerida para el otorgamiento, seguimiento, control, evaluación y clasificación de créditos y para la medición de riesgos.

Emitidas por el Congreso de la República:

- Ley 29489 (22/12/2009).- Restituye que para el caso de cuentas mancomunadas, la cobertura del Fondo de Seguro de depósitos se aplicará por persona.

Emitidas por el BCRP:

- Circulares N° 007 y 008-2010-BCRP (14/3/2010).- Disposiciones de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera.

**Normas que regulan el Sistema Privado de Pensiones**

Emitidas por la SBS:

- Resolución N° 2111-2010 (8/3/2010).- Modifica los lineamientos para las políticas de inversiones de las AFP y de sus directores, gerentes, funcionarios y trabajadores.
- Resolución N° 1963-2010 (26/2/2010).- Establece límites para la inversión en el exterior, en cuotas de participación de fondos mutuos alternativos.
- Resolución N° 1661-2010 (15/2/2010).- Reglamento Operativo de la Ley N° 29426 que crea el Régimen Especial de Jubilación Anticipada para Desempleados en el SPP.

Emitidas por el BCRP:

- Circular N° 004-2010-BCRP, (26/1/2010).- Se eleva de 22% a 24% el límite operativo de inversión a los instrumentos emitidos por Gobiernos, entidades financieras y no financieras cuya actividad económica mayoritariamente se realice en el exterior.





Emitidas por el Poder Ejecutivo:

- D.S. N° 104-2010-EF (17/4/2010).- Modifica el Reglamento del TUO de la Ley del Sistema Privado de Pensiones. Incorpora límites por emisor para cada tipo de fondo administrado. Modifica los criterios para el cálculo de rentabilidad mínima. Introduce la modalidad de pensiones vitalicias nominales reajustables tanto para nuevos soles como para dólares.

#### Normas que regulan el Mercado de Capitales

Emitidas por CONASEV

- Res. N° 101-2009 (30/12/2009), Reglamento de Empresas Proveedoras de Precios, establece la obligación de las sociedades administradoras de fondos mutuos y de inversión de contratar servicios de empresas especializadas e independientes, denominadas empresas proveedoras de precios (EPP), para la valorización de sus inversiones.
- Resolución N° 084-2009-EF/94,01,1 (28/11/2009).- Modifica el Reglamento de Operaciones de Rueda de Bolsa de la BVL.

Emitidas por el Congreso de la República

- Ley N° 29492, (23/12/2009).- Ley que modifica el TUO de la Ley del Impuesto a la Renta: La norma grava con el Impuesto a la Renta las ganancias de capital.

#### Otras Normas

Emitidas por el Congreso

- Ley N° 29440, (19/11/2009).- Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores.

### III.2 Estructura del Sistema Financiero

**73. El sistema financiero está compuesto por 58 instituciones, entre las que se incluyen bancos, financieras, cajas municipales, cajas rurales, edpymes y el Banco de la Nación.** A marzo de 2010, los activos del sistema financiero sumaron S/. 186 mil millones, de los cuales la banca concentra el 81% (85% de las colocaciones y 88% de los depósitos), mientras que las entidades no bancarias concentra el 8% (11% de las colocaciones y 7% de los depósitos).

**CUADRO 3.1  
NÚMERO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS**

	Mar.08	Mar.09	Set.09	Mar.10
<b>Total</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>58</b>
<b>1. Bancos</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
<b>2. No Bancarias</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>42</b>
- Financieras	3	4	4	8
- Cajas Municipales	13	13	13	13
- Cajas Rurales	11	10	10	10
- Edpymes	13	13	13	11
<b>3. Banco de la Nación</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

Fuente: Balances de Comprobación.

Lo anterior muestra que los bancos mantienen su liderazgo en el sistema financiero. Así, la banca está compuesta por 15 entidades, de las cuales las cuatro más grandes concentran el 85% de los activos totales (83% de las colocaciones y 86% de los depósitos).

74. **El grado de concentración<sup>68</sup> es mayor en las financieras, las cajas rurales y los bancos; mientras que las cajas municipales y edpymes se encuentran moderadamente concentradas.** Este indicador nos dice que el tamaño de ciertas entidades incrementa el riesgo sistémico, sobre todo en el caso de la banca.

**CUADRO 3.2**  
**ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN POR TIPO DE ENTIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO 1/**

	Mar.08	Mar.09	Set.09	Mar.10
<b>1. Bancos</b>	<b>2 243</b>	<b>2 182</b>	<b>2 114</b>	<b>2 180</b>
<b>2. No Bancarias</b>				
- Financieras	5 438	3 872	4 704	3 013
- Cajas Municipales	1 168	1 186	1 183	1 157
- Cajas Rurales	1 373	2 154	2 169	2 243
- Edpymes	1 543	1 648	1 648	1 932
<b>3. Banco de la Nación</b>	<b>10 000</b>	<b>10 000</b>	<b>10 000</b>	<b>10 000</b>

1/ El índice utilizado es el de Herfindahl-Hirschman (IHH), equivalente a la suma del cuadrado de la participación de cada entidad, por lo que tiene un rango entre 0 y 10 000. Para valores por encima de 1 800 se considera que el mercado está concentrado. En el cuadro se ha usado los **activos totales** para medir la participación de mercado.  
Fuente: Balances de Comprobación.

75. **Asimismo, considerando las colocaciones y los depósitos del sistema financiero, se observa que los depósitos se encuentran relativamente más concentrados.** Las colocaciones están moderadamente concentradas, sobre todo los créditos hipotecarios; mientras que los créditos a la microempresa y los de consumo son los que muestran una menor concentración, dando señales de una mayor competencia en esos segmentos.

**CUADRO 3.3**  
**ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN POR TIPO DE CRÉDITO Y DEPÓSITO 1/**

	Mar.08	Mar.09	Set.09	Mar.10
<b>Colocaciones</b>	<b>1 663</b>	<b>1 627</b>	<b>1 568</b>	<b>1 594</b>
Comercial	2 310	2 199	2 170	2 240
Microempresa	835	854	844	819
Consumo	1 035	1 120	1 071	1 061
Hipotecario	2 513	2 366	2 365	2 328
<b>Depósitos</b>	<b>2 116</b>	<b>1 919</b>	<b>1 810</b>	<b>1 845</b>
Vista	2 685	2 736	2 576	2 618
Ahorro	2 422	2 474	2 376	2 403
Plazo	1 774	1 468	1 351	1 337

1/ El índice utilizado es el de Herfindahl-Hirschman (IHH), equivalente a la suma del cuadrado de la participación de cada entidad, por lo que tiene un rango entre 0 y 10 000. Valores por encima de 1 800 se considera que el mercado está concentrado. En la estimación no se considera al Banco de la Nación.  
Fuente: Balances de Comprobación.

68 El grado de concentración mide la acumulación de una variable dentro de una población. En este caso, la concentración se refiere a la acumulación relativa de activos, colocaciones o depósitos de las entidades del sistema financiero. El indicador que se usa en este Reporte para medirlo es el Índice *Herfindahl-Hirschman* (IHH), calculado como la suma de cuadrados de las participaciones de cada empresa: se considera mercados desconcentrados si el índice es menor a 1 000; moderadamente desconcentrados si está entre 1 000 y 1 800; y altamente concentrados si es superior a 1 800.





**76. Los depósitos a la vista y de ahorro se encuentran más concentrados.** Esta concentración reflejaría la preferencia de las empresas y familias para realizar sus operaciones de caja en aquellas entidades con más cobertura (número de oficinas y cajeros automáticos, entre otros); mientras que los depósitos a plazo muestran una menor concentración como señal de la mayor competencia por la captación de estos depósitos, incluyendo a los de Compensación por Tiempo de Servicio (CTS).

**77. Durante los últimos seis meses, se autorizó el ingreso, adquisición y/o transformación** de algunas entidades que ya venían operando en el sistema financiero; otras vienen buscando alianzas con socios estratégicos y/o expandiendo sus operaciones en el país; y algunas entidades extranjeras vienen solicitando autorización para ingresar al mercado peruano.

- En octubre de 2009, el Banco de Crédito consolidó la compra de la Financiera Edyficar, tras adquirir el 100% de las acciones con derecho a voto.<sup>69</sup> Asimismo, ha decidido convertir su subsidiaria Financiera Solución en una Empresa Administradora Hipotecaria.

Por otro lado, la Caja de Pensiones Militar Policial (CPMP), principal accionista del Banco de Comercio, convocó mediante concurso público internacional a los interesados en asociarse o adquirir la totalidad de las acciones de dicho banco.

- En noviembre de 2009, las agencias calificadoras Standard & Poor's y Fitch otorgaron el grado de inversión a Scotiabank Perú con ratings "BBB-" y "BBB", respectivamente; destacando así la capacidad de la entidad en cumplir con sus compromisos financieros.

La chilena Cencosud, propietaria de Supermercados Wong, inició los trámites ante la SBS para obtener la licencia de organización y funcionamiento del Banco Paris.

- En diciembre de 2009, la CMAC de Arequipa adquirió más de S/. 5 millones de la cartera de colocaciones de la edpyme Solidaridad, monto equivalente al 0,45% de las colocaciones vigentes de esta caja. Dicha cartera está compuesta de 2 000 créditos a microempresas y está en perfecto estado.

La *International Finance Corporation (IFC)* hizo efectiva la transferencia de S/. 22,1 millones para la adquisición del 16,4% (291 296 acciones comunes) de la CRAC Nuestra Gente.

---

<sup>69</sup> En setiembre, el Banco de Crédito adquirió de *Cooperative for Assistance and Relief Everywhere, Inc. (CARE)*, el 77,2%; y de Microvest I, el 8,5% de las acciones de Financiera Edyficar. Posteriormente, en octubre, adquirió de *International Finance Corporation (IFC)* el 5,4% y compró las acciones restantes a través de la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

- En enero de 2010, la Financiera Universal, perteneciente al Banco Universal de Ecuador, inició operaciones con un capital social de S/. 60 millones.

Por su parte, el Banco de la Nación (BN) anunció que efectuará compra de deudas de los trabajadores del sector público con otros bancos privados,<sup>70</sup> y las tasas de interés que cobraría fluctuarían entre 10% y 13% anual (los bancos privados cobran entre 15% y 20%).

- En febrero de 2010, la SBS autorizó la organización de la CRAC IncaSur, entidad perteneciente al grupo arequipeño Inca, que opera en los sectores textil, agroindustria y turismo.

Por otro lado, Interbank solicitó a la Superintendencia de Bancos de Panamá, previa autorización de la SBS en noviembre de 2009, la apertura de una sucursal en la ciudad de Panamá.

- En marzo de 2010, la Financiera Uno, del Grupo Interbank,<sup>71</sup> inició sus operaciones con un capital social S/. 12,3 millones. La financiera se dedicará al financiamiento, de manera exclusiva, de las operaciones de consumo de los clientes de las tiendas por departamento Oeschle.

Por su parte, Scotia Perú Holding S.A. (SPH), titular del 40,1% de las acciones de Scotiabank Perú, consolidó la compra de la AFP Profuturo, al adquirir la totalidad de acciones de JH Holdings S.A.,<sup>72</sup> titular del 99,5% de las acciones de dicha AFP.

**78. En los últimos seis meses, el número de deudores del sistema financiero<sup>73</sup> se mantuvo en 6,7 millones, de los cuales 4,2 millones corresponden a la banca.** Entre setiembre de 2009 y marzo de 2010, el número de empleados aumentó en 1 392 personas, comparado con el incremento de 4 729 personas en el periodo setiembre 2008 – marzo 2009, como resultado del menor crecimiento de los negocios del sistema financiero.

### III.3 Sistemas de Pagos

*En el periodo que comprende desde abril de 2009 a marzo de 2010 los sistemas de pagos, infraestructura básica a través de la cual se moviliza fondos entre las*

---

70 Actualmente, el BN viene desarrollando un plan piloto en Piura.

71 La IFH Retail Corp. realizó un aporte de capital de S/. 288,3 mil a Financiera Uno S.A.; con lo que el capital social de esta última ascendería a S/. 12,3 millones.

72 En 2008, el SPH había adquirido el 47,5% de las acciones de JH Holdings S.A.

73 Este número incluye a los deudores de la banca, financieras, cajas municipales, cajas rurales y edpymes; y excluye a los del Banco de la Nación. Se debe tomar en cuenta que este indicador sobreestima el número real de deudores, dado que puede contabilizar dos ó más veces a una misma persona o empresa si ésta tiene deudas en distintas entidades financieras.





entidades financieras, se constituyeron en un factor de estabilidad a pesar de las presiones originadas en los mercados y en la actividad económica como consecuencia de la crisis financiera internacional.

**79. El 19 de noviembre de 2009 se aprobó la Ley de Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores (Ley 29440)**, cuyo objetivo es establecer el régimen jurídico de los sistemas de importancia sistémica y complementar el régimen jurídico de los créditos que otorga el BCRP. Dicha Ley constituye una estructura legal sólida que promueve la seguridad y eficiencia de los sistemas, favoreciendo la eficacia de la política monetaria, reforzando la estabilidad del sistema financiero y estimulando el uso de los instrumentos de pago electrónicos.

**La Ley 29440 reconoce a tres sistemas de pago como de importancia sistémica.**<sup>74</sup>

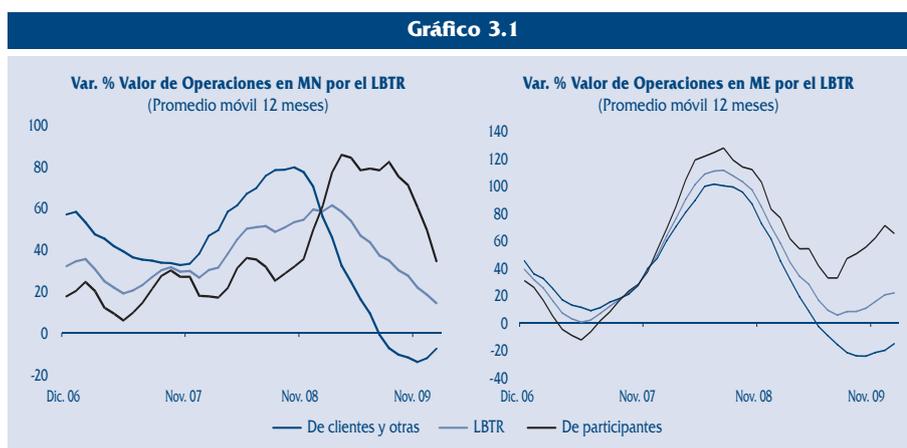
El Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) y la Cámara de Compensación Electrónica S.A. (CCE). El primero es administrado por el BCRP, mientras que los otros dos por el Registro Central de Valores y Liquidaciones (CAVALI) y CCE S.A., respectivamente.

**CUADRO 3.4**  
**SISTEMAS DE PAGOS DE IMPORTANCIA SISTÉMICA**  
(Promedio diario)

Transacciones por sistema	Acumulado		Estructura %		Var. %			
	2008	2009	últimos 12 meses		últimos 12 meses			
			Mar.09	Mar.10	Mar.09	Mar.10	09/08	10 / 09
<b>LBTR</b>								
Valor (mill. S/.)	6 224	7 566	6 653	7 717	90,3	91,6	21,6	16,0
Volumen (unidades)	2 034	2 330	2 150	2 290	4,9	5,1	14,5	6,5
<b>SMLV</b>								
Valor (mill. S/.)	81	84	80	85	1,1	1,0	2,6	6,0
Volumen (unidades)	1 390	1 327	1 248	1 348	2,8	3,0	-4,5	8,1
<b>CCE</b>								
Valor (mill. S/.)	638	609	635	625	8,6	7,4	-4,5	-1,5
Volumen (unidades)	40 830	40 483	40 723	41 191	92,3	91,9	-0,9	1,2
<b>Cheques</b>								
Valor (mill. S/.)	595	549	589	555	8,0	6,6	-7,7	-5,7
Volumen (unidades)	35 148	33 338	34 792	33 364	78,9	74,4	-5,1	-4,1
<b>Transferencias de Crédito</b>								
Valor (mill. S/.)	43	60	46	70	0,6	0,8	41,2	51,9
Volumen (unidades)	5 682	7 144	5 931	7 827	13,4	17,5	25,7	32,0
<b>TOTAL</b>								
Valor (mill. S/.)	6 943	8 259	7 367	8 427	100,0	100,0	19,0	14,4
Volumen (unidades)	44 255	44 139	44 121	44 830	100,0	100,0	-0,3	1,6

74 De ahora en adelante Sistemas de Pagos.

80. En el periodo que comprende los últimos 12 meses a marzo de 2010 el valor promedio diario de las transacciones canalizadas por los sistemas de pagos se expandieron en 14,4% y el volumen en sólo 1,6%. En este periodo, los pagos por el LBTR fueron los que mayor dinamismo registraron, creciendo en 16% y 6,5%, en valor y número respectivamente. El SLMV recobró dinamismo al crecer tanto en valor y en número en 6% y 8,1%. Situación distinta se registró en las operaciones procesadas por la CCE, cuyo valor disminuyó en 1,5%, explicado, principalmente, por la desaceleración en el uso de los cheques.
81. En el LBTR, sistema de pagos de alto valor, en el contexto de la crisis se registró una desaceleración en la tasa de crecimiento en moneda nacional y extranjera, en especial en operaciones ligadas a clientes. Sin embargo, las operaciones propias de los participantes<sup>75</sup> crecieron por el incremento del financiamiento interbancario y en las operaciones de compra venta de moneda extranjera, situación que se ha revertido en gran parte en el primer trimestre de 2010. Por su parte, en moneda extranjera se observa una evolución similar en la tasa de crecimiento de las operaciones propias de los participantes con la de sus clientes. Cabe señalar que el proceso de modernización del LBTR, que viene llevando a cabo el BCRP y que se implantará en el presente año, favorecerá una mayor seguridad y eficiencia en este sistema.



82. El ratio de liquidez<sup>76</sup> promedio 12 meses a marzo de 2010 se incrementó de 0,193 a 0,363 respecto a similar periodo del año anterior, pero mantiene un nivel que refleja que el sistema tiene recursos más que suficientes para hacer frente a sus pagos en moneda nacional. El aumento del ratio se explica por el incremento del valor de las transferencias en el LBTR y por la reducción de los fondos líquidos de los bancos, ligada a la paulatina disminución de la tasa

75 Representan alrededor del 62 por ciento del total.

76 Cociente de las transferencias y liquidaciones en el LBTR entre los fondos propios y tenencias de CDBCRP de los participantes.

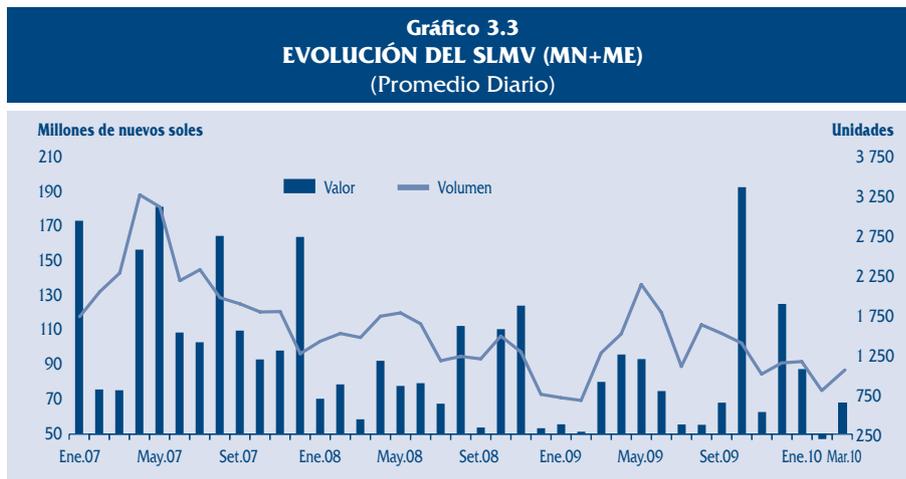




de encaje a partir de 2009 y del porcentaje mínimo requerido a mantener en las cuentas en el BCRP, que pasó de 2% a 1% en abril de dicho año. Adicionalmente, en 2009 se redujo la tenencia de CDBCRP de la banca.

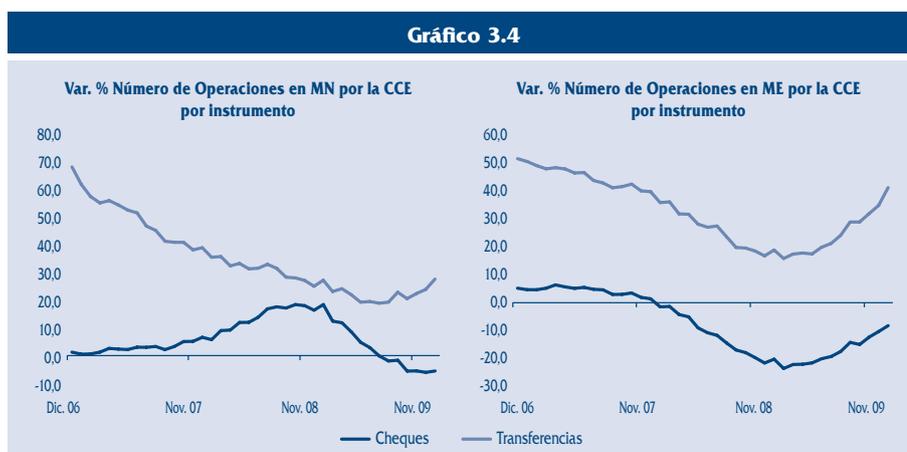


**83. En el mismo periodo, el valor promedio diario de los pagos procesados en el SLMV creció en 6% respecto a similar periodo del año anterior, mientras que el volumen de operaciones lo hizo en 8,1%, principalmente por operaciones con bonos soberanos.**



El SLMV comprende dos subsistemas, uno que procesa operaciones de rueda de Bolsa y que representa el 63,1% del valor total de operaciones del SLMV, cuyo nivel disminuyó en 18,3% y otro que procesa las operaciones con Valores de Gobierno en el mercado secundario, que registró una expansión de 152,3%, cifra que explica el crecimiento registrado por este sistema en conjunto.

84. **En el contexto de la crisis, se redujo el volumen de los cheques, instrumento compensable más importante en la CCE (81% del total).** Al respecto, la tasa de crecimiento de los cheques en moneda nacional disminuyó, llegando a tornarse negativa hacia fines de 2009. Por su parte, el volumen de los cheques en moneda extranjera mantuvo una tasa de crecimiento negativa, pero registró un quiebre de tendencia en dicho año.
85. **Las transferencias de crédito crecieron en el período, reflejando el interés de los agentes económicos por los medios de pagos electrónicos, y la tendencia de los últimos meses muestra que la tasa de crecimiento del volumen en ambas monedas viene incrementándose.**



Las transferencias de crédito en ambas monedas crecieron en 51,9% en valor y en 32% en volumen con relación a similar período del año anterior, lo que se alinea con el mayor uso de transferencias de crédito por parte de las instituciones públicas vía Banco de la Nación, las que crecieron en 55,6% en valor y 22% en volumen. Pero también se observa un crecimiento significativo del uso de este instrumento de pago de parte de las empresas y personas privadas (48% en valor y 39% en volumen).

86. **En el período, el BCRP continuó alentando el ingreso de nuevos participantes a la CCE y promoviendo el uso de las transferencias de crédito.** Al respecto, las Cajas Municipales de Arequipa, Sullana y Trujillo han hecho efectiva su participación en la CCE y hoy brindan a sus clientes, junto con la Caja Municipal de Piura, la posibilidad de realizar transferencias de crédito y la recepción de cheques de bancos para su cobro, agilizando sus operaciones y volviéndolas más competitivas.





---

## RECUADRO 9 LA SUPERVISIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGOS EN EL PERÚ

La Ley 29440, Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores, confiere al BCRP la función de supervisar los sistemas de pagos de importancia sistémica<sup>77</sup> para promover un funcionamiento seguro, eficiente y bajo condiciones de libre competencia. La forma en la que el BCRP desarrollará dicha función se presentará en el Reglamento General de los Sistemas de Pagos.

La supervisión, conocida como vigilancia a nivel internacional, se aplica sobre los sistemas de pagos reconocidos por la Ley 29440, esto es, el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR), los sistemas de compensación y liquidación de cheques y de otros instrumentos compensables (ESEC) y el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV). Dicha lista no es estática, ya que la Ley establece que el Banco puede calificar como Sistema de Pago a los Acuerdos de Pago que alcancen importancia sistémica.

Para llevar a cabo dicha función, el BCRP ha tomado en cuenta los estándares de las mejores prácticas en supervisión de los sistemas de pagos, que son la transparencia, aplicación de estándares internacionales, efectividad y capacidad de aplicar la supervisión, consistencia y cooperación con otras autoridades.

En este marco, se ha adoptado los Principios Básicos para los Sistemas de Pagos de Importancia Sistémica, publicados por el Banco de Pagos Internacional (BIS) en 2001, universalmente reconocidos como parámetro para el diseño y gestión de sistemas de pagos seguros y eficientes a nivel internacional.

El proceso de supervisión en el Perú tiene las siguientes etapas:

- i. La recolección de información, mediante una autoevaluación de cumplimiento, el requerimiento de información básica, en la que destaca el seguimiento diario del desempeño y el registro de incidentes que puedan afectar la buena marcha de los sistemas.
- ii. La evaluación de los sistemas respecto a la observancia de la Ley y reglamentos.
- iii. En caso se detecte incumplimientos de parte de las entidades administradoras de los sistemas o de sus participantes, se induce cambios y mejoras mediante instrucciones de obligatorio cumplimiento, que limitan el riesgo en el sistema. Se considera una infracción bajo sanción el no acatar la instrucción.

Adicionalmente, el BCRP solicitará información básica a los Acuerdos de Pago y a los Proveedores de Servicios de Pagos, para el conocimiento de su operatividad y evaluación constante de su importancia.

---

<sup>77</sup> Cuyo mal funcionamiento o problemas en un participante del sistema se contagien al resto de participantes y sistemas, quebrando la cadena de pagos y afectando la estabilidad del sistema financiero.

## IV. ANÁLISIS DE RIESGOS

*Si bien los indicadores de actividad económica doméstica e internacional señalan una recuperación, existe el riesgo de que la recuperación mundial sea más lenta de lo esperado, lo cual podría afectar el crecimiento del sistema financiero y la administración de sus riesgos.*

*Asimismo, es factible y deseable que el mercado de capitales doméstico acelere su crecimiento, lo cual pasa por incorporar nuevos emisores, incrementar los montos emitidos, enfrentar los problemas asociados a la falta de liquidez en los mercados secundarios, entre otros.*

- 87. Los principales riesgos provenientes del sector internacional que pondrían presiones al sector financiero doméstico son la posibilidad de una segunda recesión mundial, el aumento en la prima de riesgo de la deuda pública de los países emergentes y la falta de consenso entre los diversos actores del sistema financiero para definir el nuevo marco de regulación y supervisión de los sistemas financieros.**

El mercado todavía no descarta la ocurrencia de una segunda recesión en los EE.UU y en el mundo (escenario del tipo “W”), si es que el consumo y la inversión del sector privado no logran consolidar la recuperación económica impulsada por los programas de estímulo económico de los gobiernos. Asimismo, se espera que los programas de ajuste fiscal que se están produciendo en la Zona del Euro tengan efectos negativos en el crecimiento europeo y con ello en la recuperación de la economía mundial. En este escenario, se reduciría la tasa de crecimiento del PBI de las economías emergentes como la peruana.

Los problemas de sostenibilidad de la deuda pública que atraviesan países de la Zona del Euro podrían incrementar la prima de riesgo de la deuda pública de los países emergentes y, con ello, mayores expectativas inflacionarias de largo plazo en el mundo. Este escenario se traduciría en un aumento del costo de financiamiento de las entidades financieras y del sector corporativo en economías emergentes.

La actual discusión sobre el nuevo marco internacional de regulación y de supervisión del sistema financiero internacional conlleva a una mayor incertidumbre sobre el rol de los intermediarios financieros en la economía y los mayores costos que deberán afrontar para minimizar la ocurrencia de una nueva crisis sistémica. Si no los gobiernos y entes reguladores no definen este nuevo marco, la relativa normalización de las actividades en los mercados financieros podría generar el incentivo a mantener los esquemas de regulación y de supervisión pre crisis

- 88. En caso la recuperación económica interna sea menor de lo esperada, es probable que ocurra un aumento en la morosidad crediticia.**





Sin embargo, la recuperación de la actividad económica doméstica prevista para el presente año<sup>78</sup> contribuiría a mejorar los indicadores de riesgo de crédito del sistema financiero. Esta recuperación esperada de todos los sectores económicos (en particular, de los sectores manufactura y comercio) se reflejaría en la reducción de los ratios de morosidad, principalmente de los créditos a la microempresa.<sup>79</sup>

**89. La proyección de los determinantes macroeconómicos del riesgo de crédito determina que los escenarios de proyección más probables sean aquellos donde el ratio de morosidad del sistema financiero, a diciembre de 2010, se ubique entre 3,24% y 3,60% (3,5%, en marzo último).**

En el Cuadro 4.1 se presentan, para el mes de diciembre de 2010, las proyecciones del ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas del sistema financiero. Por un lado, se presenta una proyección pasiva, donde las colocaciones brutas y la cartera morosa aumentan a una tasa de crecimiento mensual igual a su tasa promedio de los últimos seis meses. Por otro lado, se presentan proyecciones alternativas que consideran escenarios de sensibilidad de +/- 1,5 y de +/- 3 desviaciones estándar respecto al escenario pasivo.<sup>80</sup>

CUADRO 4.1 ESCENARIOS PARA EL RATIO DE MOROSIDAD DE LAS COLOCACIONES TOTALES DEL SISTEMA FINANCIERO ESTIMADO A DICIEMBRE DE 2010						
		Colocaciones Brutas (Var.% promedio mensual)				
		0,54	0,93	1,33	1,72	2,12
Cartera Morosa (Var.% promedio mensual)	1,30	3,73	3,60	3,48	3,36	3,24
	2,10	4,00	3,87	3,73	3,60	3,48
	2,90	4,30	4,15	4,00	3,87	3,73
	3,71	4,61	4,45	4,29	4,15	4,01
	4,51	4,94	4,77	4,60	4,45	4,29

Nota: Se resalta, en gris, la proyección pasiva que asume que las colocaciones brutas y la cartera morosa crecen, entre abril y diciembre de 2010, a las tasas promedio mensuales que registraron entre setiembre de 2009 y marzo de 2010 (1,33% y 2,90%, respectivamente).

■ Escenario más probable.      ■ Proyección pasiva.

Si bien en el escenario pasivo se estima que, a diciembre de 2010, la cartera morosa alcanzaría el 4,00% de las colocaciones brutas, esta proyección es puntual y pertenece a una distribución de posibles resultados que depende de factores

78 En el Reporte de Inflación de marzo de 2010 se estima una tasa de crecimiento del Producto Bruto Interno de 5,5%. Los sectores en los que se espera una fuerte recuperación son manufactura (de -7,2% en 2009 a 6,5% en 2010) y comercio (de -0,4% a 5,1%).

79 Alrededor del 60% de la cartera de créditos a la microempresa está concentrada en los sectores manufactura y comercio.

80 Para estimar la volatilidad, se extrae el componente tendencial de la tasa de crecimiento promedio mensual de las colocaciones brutas y de la cartera morosa, para el periodo junio 2001 – marzo 2010; luego, se calcula la desviación estándar muestral de la serie resultante.

tales como el crecimiento económico (por su efecto sobre la tasa de variación de las colocaciones y de la cartera morosa), la evolución del tipo de cambio (en cuanto sus efectos sobre el riesgo cambiario crediticio), las políticas de evaluación crediticia de las instituciones financieras, entre otros.

Para el año 2010 se estima una tasa de crecimiento del PBI de 5,5%; una tasa de crecimiento de las colocaciones brutas entre 15% y 20%; y una apreciación del tipo de cambio de 1%. Ello implica que los escenarios de proyección más probables sean aquellos asociados con una mayor (menor) tasa de crecimiento de las colocaciones brutas (cartera morosa), respecto a los niveles promedio observados en los últimos seis meses (escenario pasivo).

90. **Por tipo de crédito y para los escenarios más probables, se estima que el ratio de morosidad de los créditos a la microempresa estaría entre 6,62% y 8,13% (7,8%, en marzo 2010); y el de los créditos comerciales, se ubicaría entre 2,41% y 2,77% (2,7%, en marzo 2010).**

CUADRO 4.2 ESCENARIOS PARA EL RATIO DE MOROSIDAD DE LAS COLOCACIONES DE LOS CRÉDITOS A LA MICROEMPRESA DEL SISTEMA FINANCIERO ESTIMADO A DICIEMBRE DE 2010						
		Colocaciones Brutas (Var.% promedio mensual)				
		0,31	1,03	1,76	2,48	3,20
Cartera Morosa (Var.% promedio mensual)	1,30	8,56	8,02	7,52	7,06	6,62
	2,90	9,86	9,24	8,66	8,13	7,63
	4,51	11,33	10,62	9,96	9,34	8,77
	6,12	13,00	12,18	11,43	10,72	10,06
	7,72	14,88	13,95	13,08	12,27	11,52

Nota: Se resalta, en gris, la proyección pasiva que asume que las colocaciones brutas y la cartera morosa crecen, entre abril y diciembre de 2010, a las tasas promedio mensuales que registraron entre setiembre de 2009 y marzo de 2010 (1,76% y 4,51%, respectivamente).

Escenario más probable. Proyección pasiva.

CUADRO 4.3 ESCENARIOS PARA EL RATIO DE MOROSIDAD DE LAS COLOCACIONES DE LOS CRÉDITOS COMERCIALES DEL SISTEMA FINANCIERO ESTIMADO A DICIEMBRE DE 2010						
		Colocaciones Brutas (Var.% promedio mensual)				
		0,07	0,72	1,37	2,02	2,67
Cartera Morosa (Var.% promedio mensual)	1,23	3,04	2,87	2,71	2,56	2,41
	2,16	3,30	3,11	2,94	2,77	2,62
	3,09	3,58	3,38	3,19	3,01	2,84
	4,02	3,88	3,66	3,46	3,26	3,08
	4,95	4,21	3,97	3,74	3,53	3,34

Nota: Se resalta, en gris, la proyección pasiva que asume que las colocaciones brutas y la cartera morosa crecen, entre abril y diciembre de 2010, a las tasas promedio mensuales que registraron entre setiembre de 2009 y marzo de 2010 (1,37% y 3,09%, respectivamente).

Escenario más probable. Proyección pasiva.





91. **En caso que la recuperación económica mundial no se vea seriamente perturbada por los recientes ajustes fiscales de la Zona del Euro y se siga consolidando la recuperación económica en el ámbito doméstico, se prevé que el sistema financiero retome el ritmo de crecimiento que venía registrando hasta antes de la agudización de la crisis financiera internacional en octubre de 2008.**
92. **En este escenario, se espera que el sistema financiero continúe mostrando niveles adecuados de liquidez como en los últimos meses.** La apreciación del sol frente al dólar y las mejores perspectivas económicas contribuyeron a restablecer la liquidez en moneda nacional de la banca a los niveles observados antes de la agudización de la crisis financiera internacional. Si bien las entidades no bancarias mantienen niveles de liquidez en moneda nacional por debajo de los de la banca, se espera una tendencia al alza en dichos niveles conforme la actividad económica vaya mostrando un incremento durante el presente año.
93. **La dolarización del sistema financiero proseguiría su tendencia a la baja.** Ello se explicaría por las expectativas de apreciación de la moneda doméstica frente al dólar. En ese sentido, se presentan mejores condiciones de pago para los deudores en moneda extranjera del sistema financiero que perciben sus ingresos en moneda nacional, por lo que se espera que la morosidad de los créditos otorgados en dólares mantenga una tendencia a la baja.
94. **Los indicadores de rentabilidad del sistema financiero se mantienen elevados y han revertido la tendencia decreciente identificada en el Reporte anterior.** De este modo y tal como se observa en los resultados del primer trimestre de 2010, se prevé una consolidación en la tendencia creciente de la rentabilidad en lo que resta del año, impulsada principalmente por la recuperación de la actividad económica doméstica.
95. **El crecimiento previsto de los fondos administrados por los inversionistas institucionales puede generar una demanda por instrumentos de inversión que exceda significativamente la oferta.** Este exceso de demanda puede afectar a las tasas de rendimiento que ofrecen esos instrumentos y la asignación de los recursos financieros en la economía.

La disponibilidad de mayores recursos por parte de los inversionistas institucionales (sea por los aportes obligatorios y voluntarios a las AFP, el ingreso de nuevos participantes a los fondos mutuos o por la rentabilidad del portafolio vigente<sup>81</sup>) constituye una fortaleza del mercado de capitales peruano, ya que asegura una demanda creciente por títulos valores.

---

81 Por ejemplo, el flujo de recursos por invertir se incrementa por las amortizaciones y el pago de los cupones de los bonos o por los dividendos de las acciones pertenecientes al portafolio.

Sin embargo, si la incorporación de nuevos emisores y el incremento de los montos emitidos de las empresas que se financian regularmente en el mercado de capitales siguen siendo limitados, se producirá un exceso de demanda que incrementará los precios de los títulos valores y en consecuencia tasas de interés en las nuevas emisiones de instrumentos de deuda resultarán bajas. Todo ello generará que la tasa de rendimiento asociada a estos instrumentos resulte menor que la que debería asociarse al riesgo implícito del instrumento (riesgo del emisor y prima de liquidez).

Este resultado afectará la asignación de los recursos financieros en la economía, ya que provocará que los proyectos de baja rentabilidad cuenten con un financiamiento potencial en desmedro de aquellos con mayor rentabilidad y productividad. Además, se castigaría la rentabilidad futura de los agentes superavitarios de capital como los afiliados al Sistema Privado de Pensiones.

96. **Los inversionistas institucionales concentran sus portafolios en un número limitado de instrumentos y de emisores.** La ausencia de una oferta adecuada de títulos valores incentiva que los inversionistas mantengan hasta el vencimiento los instrumentos adquiridos (“*buy and hold*”) ya que no existen suficientes alternativas de inversión para reemplazarlos en caso de venderlos. A su vez, dado que la mayoría de los instrumentos no son negociados activamente con posterioridad a su colocación primaria o fecha de adquisición, la liquidez de los mercados secundarios es reducida generando que el portafolio de los inversionistas sea en su mayor parte ilíquido.

97. **La curva de referencia de los bonos soberanos es incompleta.** La ausencia de cotizaciones en todos los tramos de la curva dificulta la valorización de las nuevas emisiones tanto por parte de los emisores como de los inversionistas, lo que resta dinamismo al mercado de renta fija.

98. **El riesgo de sobreregulación, como consecuencia de la crisis financiera internacional, puede limitar el desarrollo de los mercados financieros y restringir el proceso de innovación financiera y de consolidación de nuevos instrumentos.**

La adecuación de nuestra regulación financiera al proceso de reforma mundial debe permitir y alentar el desarrollo sostenido de nuestros mercados financieros, enfatizando el correcto manejo de riesgos de los intermediarios financieros y el nuevo rol macroprudencial de los reguladores (ver Estudio: Recuento de propuestas de regulación del sistema financiero).

99. **El mercado de productos financieros derivados es aún incipiente, limitando la posibilidad de realizar coberturas de riesgos.** Un mercado de derivados más desarrollado permitiría a las empresas e inversionistas disponer de mecanismos





de cobertura de los riesgos financieros a los que están expuestos y así suavizar los efectos de las fluctuaciones cambiarias y financieras (tales como las derivadas por las variaciones en las tasas de interés y en el precio de las acciones). El mercado de derivados existente se limita principalmente al mercado de *forwards* de tipo de cambio, es más restringido el uso de *swaps* y opciones de tipo de cambio, y más aun en el caso de *forwards* y *swaps* de tasas de interés. Igualmente, no existe un mercado de futuros que permita un manejo más eficiente del riesgo cambiario, de modo que disminuya la exposición al riesgo de contraparte.

**100.Las limitaciones en el marco legal de la infraestructura financiera pueden restringir el desarrollo de los mercados financieros.** Estas limitaciones afectan el desarrollo de los mercados y el proceso de innovación financiera, lo que se refleja en el incremento de los costos de estructuración y ejecución, en el incremento del retorno exigido a los emisores y la dificultad de realizar coberturas adecuadas ante los riesgos financieros existentes.

Específicamente, para el caso del desarrollo del mercado de derivados de tasas de interés, la falta de tasas variables de referencia no permite la formación de mecanismos de cobertura, incrementando con ello la vulnerabilidad del sistema ante un escenario de incrementos generalizados en la tasa de interés.

Es importante señalar que, no obstante estas dificultades, los agentes están en la búsqueda permanente de soluciones que, si bien son de segundo orden (en tanto, no enfrentan el problema de manera directa), permiten superar el obstáculo de manera transitoria. El problema radica en que ante situaciones de stress, la traba puede reaparecer haciendo que la solución transitoria se vuelva inefectiva, generando incertidumbre en el mercado e inseguridad en la efectiva protección de los derechos de las partes involucradas.

## V. ESTUDIOS

### V.1 Recuento de propuestas de regulación del sistema financiero<sup>82</sup>

La crisis financiera y económica mundial que se inició a mediados de 2007 ha llevado a que los hacedores de política económica, analistas, reguladores, académicos y legisladores propongan un conjunto de medidas para reducir la probabilidad de ocurrencia de una nueva crisis sistémica y resguardar la estabilidad del sistema financiero. Para fines explicativos, se dividen estas propuestas en medidas prudenciales (micro y macroprudenciales) y estructurales.<sup>83</sup>

El enfoque de regulación y supervisión **microprudencial** se basa en el monitoreo de cada entidad financiera por parte de una agencia del gobierno (el banco central o un regulador específico), enfatizando la solvencia individual de la entidad y la protección del ahorrista.

Por su parte, el enfoque **macroprudencial**<sup>84</sup> busca que las entidades financieras internalicen las externalidades que generan en el sistema financiero por su tamaño, interconexión, grado de apalancamiento (activos sobre capital) y dinámica con respecto al ciclo económico. Asimismo, este enfoque se concentra en la mitigación del riesgo sistémico, es decir aquel que proviene de la discontinuidad de los servicios financieros en una economía que podría generar un impacto negativo en el sector real de la economía.<sup>85</sup>

Debido al riesgo de que las medidas microprudenciales y macroprudenciales no sean suficientes para mitigar el riesgo sistémico, el Banco de Pagos Internacional (BIS), el Fondo Monetario Internacional (FMI), los EE.UU. y la Unión Europea han propuesto medidas estructurales que apuntan a modificar las reglas de juego del sistema financiero internacional.

#### Medidas Microprudenciales

El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (en adelante, el Comité) viene impulsando una reforma integral cuyo objetivo es que el sistema bancario sea menos apalancado y menos procíclico. En 2009, el Comité publicó recomendaciones para afinar la liquidación de bancos globales con importancia sistémica y dictó medidas

<sup>82</sup> Participó en este informe Alejandro Rabanal.

<sup>83</sup> Este esquema complementa el sugerido por Daniel Tarullo, director de la Reserva Federal de los EE.UU (febrero de 2010). En: <http://www.bis.org/review/r100302d.pdf>

<sup>84</sup> Para más información ver *The term macroprudential: origins and evolution*. BIS Marzo de 2010. En: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1003h.pdf?noframes=1](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.pdf?noframes=1)

<sup>85</sup> IMF-BIS, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*. Octubre de 2009.





para fortalecer el capital regulatorio con respecto a las operaciones en su cartera de negociación de valores (*trading book*), de titulización de cartera y aquellas fuera del balance a través de *Structured Investment Vehicles*.<sup>86</sup>

Asimismo, el Comité publicó en diciembre de 2009 dos documentos adicionales (*Strengthening the Resilience of the Banking Sector e International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*), que incluyen medidas para fortalecer el capital regulatorio de las entidades financieras y mejorar la administración del riesgo de liquidez; complementando recomendaciones anteriores (Principios de Buenas Prácticas en Administración del Riesgo de Liquidez de setiembre de 2008).

- **Calidad, consistencia y transparencia del capital regulatorio<sup>87</sup>**

El Comité propone fortalecer la composición del capital básico (*Tier 1*) dentro del capital regulatorio total, incrementando la participación del capital social y de las utilidades retenidas (*core Tier 1*). El resto del capital básico estaría conformado por instrumentos subordinados con dividendos o cupones no-acumulativos (esto es, dividendos o cupones impagos no se devengan) y que no tengan una fecha de maduración ni incentivos para su redención por parte del emisor. Por ello, los instrumentos híbridos con incentivos a que el emisor redima el instrumento debido a cláusulas de incrementos de tasas de interés (*step-up clauses*,<sup>88</sup> por ejemplo), que actualmente pueden representar el 15% del capital básico, serían eliminados.

Asimismo, se eliminarían los instrumentos de capital *Tier 3* (usados para cubrir los riesgos de mercado) y se exigiría la publicación de todos los elementos del capital de los bancos como una medida para mejorar la transparencia del requerimiento de capital, dentro del Pilar 3 del Acuerdo de Basilea (Disciplina de mercado).

- **Riesgo de liquidez**

El Comité ha propuesto el uso de dos indicadores adicionales de liquidez por parte de los bancos globales: el *Liquidity Coverage Ratio (LCR)*, que consiste en los activos líquidos de alta calidad en condiciones de estrés divididos entre el flujo de caja neto en un periodo de 30 días; y el *Net Stable Funding Ratio (NSFR)*, que consiste en las fuentes de financiamiento estables disponibles divididas entre las fuentes de financiamiento estables requeridas por los bancos. Estos indicadores

---

86 BIS, *Enhancements to the Basel II Framework, Revisions to the Basel II Market Risk Framework*. Julio de 2009. En: [www.bis.org/press/p090713.htm](http://www.bis.org/press/p090713.htm)

87 En Basilea II (requerimiento mínimo de capital de 8% de los activos ponderados por riesgo-APR) se señala que el capital básico puede representar el 4% de los APR y el capital complementario, el restante 4%. Dentro del capital básico, las acciones ordinarias con derecho a voto y las utilidades retenidas pueden representar el 2% de los APR.

88 Cláusulas otorgadas por el emisor a sus acreedores para que los pagos de intereses (o de principal) de sus bonos se incrementen cuando se registre un evento predeterminado.

serían homogenizados internacionalmente, ya que para su construcción se deberá emplear información particular de cada jurisdicción, tal como el porcentaje potencial de salida de depósitos minoristas (que dependerá de la estructura del fondo de depósito de cada país).

El LCR buscaría medir la liquidez de corto plazo de un banco, asegurando que tiene los suficientes recursos líquidos para superar un escenario de estrés de liquidez (especificado por el supervisor) durante 30 días. Dicho escenario se define como uno con choques individuales a cada banco (reducción de la clasificación de riesgo del banco) y choques sistémicos (incremento de requerimiento de márgenes en el mercado interbancario de repos). Por su parte, el NSFR sería empleado para medir la liquidez de largo plazo de los bancos, buscando crear incentivos para que éstos financien sus actividades con fuentes más estables durante un año (administración de activos y pasivos).

El Comité propondría que los supervisores domésticos empleen indicadores de monitoreo de la liquidez del sistema bancario, como el desbalance entre las maduraciones contractuales de activos y pasivos de corto plazo, la concentración del fondeo del banco en fuentes mayoristas y la disponibilidad de activos garantizables para obtener liquidez con las facilidades de los bancos centrales.

### Medidas Macroprudenciales

Una de las lecciones de la reciente crisis financiera es la necesidad de regular también el sistema financiero desde un punto de vista macroprudencial, por lo cual se debe establecer un regulador cuyo objetivo sea mitigar las dos dimensiones del riesgo sistémico: **riesgo de red y riesgo agregado**.<sup>89</sup>

- En la **dimensión de red**, el regulador macroprudencial podría imponer mayores requerimientos de capital a las entidades financieras que generan potenciales costos al sistema por su tamaño (activos dentro y fuera del balance), complejidad (estructuración de derivados para sus clientes y por cuenta propia), interconexión con otras entidades financieras (mercados interbancario, de deuda soberana, entre otros) o su común exposición a un factor de riesgo común (mayor homogeneidad de la cartera crediticia de los bancos).<sup>90</sup>

En relación a estas cargas adicionales de capital por riesgo sistémico, el Comité viene analizando (aún sin contar con un documento oficial), el uso de instrumentos de capital contingente ó CoCos (deuda que puedan convertirse automáticamente en capital social siguiendo una regla pre-establecida o a discreción del regulador).

---

89 *Bank of England. The Role of Macroprudential Policy.* Noviembre de 2009.

90 Tarashev, Borio y Tsatsaronis. *BIS Quarterly Review. The Systemic Importance of Financial Institutions.* Setiembre de 2009.





Por su parte, en la publicación de diciembre de 2009, el Comité propuso el establecimiento de un apalancamiento máximo con el objetivo de limitar el crecimiento de los activos de los bancos en épocas de boom y de complementar el requerimiento mínimo de capital con un indicador simple, transparente y que minimice el error de medición de los modelos de riesgo.

- En la **dimensión de riesgo agregado**, el regulador macroprudencial establecería mayores cargas de provisiones o de capital a los bancos para que incorporen una perspectiva de largo plazo en su proceso de otorgamiento de créditos durante el ciclo económico, como las provisiones dinámicas aplicadas en España desde 2000. Así, los bancos contarían con los recursos necesarios, ahorrados en las fases expansivas del ciclo, para afrontar las fases contractivas del ciclo económico y amortiguar su rol procíclico.

Asimismo, el Comité busca introducir un esquema de regulación que permitiría al regulador macroprudencial conservar el escaso capital de los bancos en épocas de estrés mediante limitaciones al reparto de dividendos, a la recompra de acciones y a las compensaciones a los ejecutivos bancarios.

Adicionalmente, el regulador macroprudencial podría jugar un rol en la limitación de “burbujas” inmobiliarias y en la mejor administración del riesgo de liquidez por parte de los bancos mediante restricciones al ratio *loan-to-value* y el requerimiento mínimo de bonos del Gobierno dentro del activo, para ser usados como colateral en operaciones de crédito con los bancos centrales, respectivamente.<sup>91</sup>

### **Medidas estructurales**

Estas propuestas buscan modificar las actuales reglas de juego de la regulación del sistema financiero y tienen como supuesto que las medidas micro y macroprudenciales señaladas anteriormente no serían efectivas para mitigar la probabilidad de ocurrencia de la próxima crisis sistémica, ya que se mantienen los incentivos que generaron la crisis financiera *subprime* de 2007.

Una de las principales medidas estructurales es la denominada Volcker Rule, propuesta por Paul Volcker, jefe del *President's Economic Recovery Advisory Board*.<sup>92</sup> Esta propuesta busca prohibir las actividades de banca de inversión para fines propios (compra y venta de derivados, por ejemplo) de los bancos, pero sí mantener aquellas realizadas para sus clientes. Así, se busca limitar el riesgo moral de las instituciones financieras, especialmente de aquellas “demasiado grandes para caer”, en aprovechar la red de seguridad financiera creada por el gobierno para realizar operaciones de banca de inversión junto con operaciones tradicionales de banca.

---

91 J. Caruana, gerente general del BIS, *Systemic Risk: how to deal with it?* Febrero de 2010.

92 Paul Volcker, *How To Reform Our Financial System*. The New York Times. Enero de 2010.

Entre otras medidas estructurales, se tienen:

- La negociación de los productos derivados, actualmente transados de manera directa en operaciones *over-the-counter*, en mecanismos centralizados. El objetivo es mejorar la transparencia en la negociación de estos productos, dotarles de mayor liquidez y reducir el riesgo de crédito en el sistema financiero a través de la creación de una contraparte central (uso de *clearing house*).
- El establecimiento de planes de resolución de crisis (*living wills*) realizados por las propias instituciones financieras, los cuales deben ser aprobados por los reguladores. El objetivo es que estas instituciones internalicen los costos de su reestructuración o liquidación en situaciones de estrés.
- La constitución o mejoramiento de procedimientos de resolución de bancos con exposición al riesgo sistémico (“demasiado grandes/interconectados/complejos para caer”), tarea encargada al regulador macroprudencial o a un consejo de reguladores<sup>93</sup>, que busque dotar de poderes efectivos de resolución a las autoridades domésticas que les permitan intervenir anticipadamente a bancos en problemas, establecer bancos puente, remover la gerencia y a los directores de los bancos en problemas, entre otros.
- El establecimiento de fondos de riesgo sistémico, financiados por las entidades financieras de mayor tamaño de activos, que serán utilizados para futuras reestructuraciones o liquidaciones de dichas entidades. Estas propuestas han sido recogidas por la Comisión de Banca del Senado de los EE.UU. y Suecia (*Financial Stability Fee*)<sup>94</sup>
- La adopción de normas sobre buenas prácticas de remuneración de ejecutivos bancarios que podrían ser supervisadas por la juntas de accionistas de los bancos. En este campo, el *Financial Stability Forum* y el BIS han señalado un conjunto de mejores prácticas que deberán ser utilizadas por los reguladores bancarios<sup>95</sup>.
- La creación de agencias del gobierno, tales como la *Consumer Financial Protection Bureau* de los EE.UU., que mitiguen los problemas de información asimétrica entre entidades financieras y sus clientes con respecto a productos financieros como hipotecas y tarjetas de crédito.

La regulación y supervisión de los fondos de cobertura (*hedge funds*) en los principales mercados financieros. En los EE.UU., por ejemplo, los hedge funds que administran patrimonios mayores a US\$ 100 millones deberán registrarse y enviar información de sus inversiones a la *Securities and Exchange Commission*. Esta medida busca aumentar el perímetro de la regulación y supervisar a nuevos intermediarios financieros que vienen administrando riesgos en el sistema financiero.

---

93 BIS. Report and Recommendations of the Cross-Border Bank Resolution Group. Marzo de 2010.

94 El fondo alcanzaría el 2,5% del PBI (costo estimado de una crisis sistémica) en el 2020.

95 Financial Stability Forum, Principles for Sound Compensation Practices. abril de 2009; y BIS, Compensation Principles and Standards Assessment Methodology, enero de 2010.





## V.2 Stress Testing de Riesgo de Crédito<sup>96</sup>

### Introducción

En este estudio se elabora un indicador de estrés de riesgo de crédito bajo el enfoque del punto de equilibrio financiero a diciembre de 2009. Como sabemos, las colocaciones brutas conforman la mayor parte del activo de los bancos, y por ello, la adecuada administración del riesgo de crédito<sup>97</sup> es fundamental para la estabilidad del sistema financiero. La exposición de los bancos a este riesgo depende de tres factores principales: i) la probabilidad de incumplimiento del deudor, ii) la pérdida en caso de incumplimiento y iii) los mitigantes del riesgo de crédito (garantías y derivados de crédito).

Así, los cambios que ocurran en cualquiera de estos factores modificará el riesgo de crédito que enfrentan los bancos. Por ejemplo, si una empresa clasificadora de riesgo reduce la calificación crediticia de algún cliente de la banca, aumentará la probabilidad de incumplimiento del deudor y, por consiguiente, el riesgo de crédito asumido por dicho banco, aunque no se haya materializado tal incumplimiento.

Además de los tres factores mencionados, resulta de importancia indagar los determinantes que explican la capacidad de los bancos para soportar aumentos en los créditos impagos antes de agotar las utilidades y reducir su base patrimonial. Con ello, se podrá averiguar que “tan lejos” están los bancos de llegar al “nivel crítico” de créditos impagos, en el que las utilidades se transformarían en pérdidas; es decir, el análisis del punto de equilibrio financiero en el que los ingresos son iguales a los gastos.

Como paso previo, se debe seleccionar el indicador de calidad de cartera más idóneo para el análisis del punto de equilibrio financiero.

### Indicadores de calidad de cartera

En el sistema bancario peruano existen dos criterios para definir indicadores de calidad de cartera: i) de acuerdo a la categoría de riesgo del deudor y ii) de acuerdo con la clasificación contable.

En el Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones (Resolución SBS N° 808-2003)<sup>98</sup> se definen cinco categorías de riesgo del deudor: Normal, Con Problemas Potenciales (CPP), Deficiente, Dudoso y Pérdida. Esta

---

<sup>96</sup> Participó en este informe Felipe Barrera.

<sup>97</sup> El riesgo de crédito es la eventualidad de que el banco registre pérdidas cuando el deudor incumpla con el pago oportuno de sus obligaciones crediticias.

<sup>98</sup> La Resolución SBS N° 808-2003 estará vigente hasta el 1 de julio de 2010 cuando será reemplazada por la Resolución SBS N° 11356-2008.

clasificación depende de dos factores: i) el grado de puntualidad en el pago de las obligaciones crediticias según el tipo de crédito (comercial, a la microempresa, de consumo e hipotecario); y ii) la capacidad de pago del deudor.

Por su parte, en el Manual de Contabilidad para las Empresas del Sistema Financiero, los créditos están clasificados en vigentes, refinanciados, reestructurados, vencidos y en cobranza judicial. Si bien dichas clasificaciones también dependen de la puntualidad del deudor en sus pagos y del tipo de crédito, no son equivalentes a las definiciones de los créditos clasificados de acuerdo con la categoría de riesgo del deudor.

Por ejemplo, los créditos que cuentan con la clasificación de riesgo del deudor equivalente a CPP podrían formar parte de los créditos vigentes, vencidos, y/o refinanciados, como en los créditos comerciales; mientras que en los créditos de consumo y a la microempresa con la clasificación CPP forman parte de los créditos vigentes.

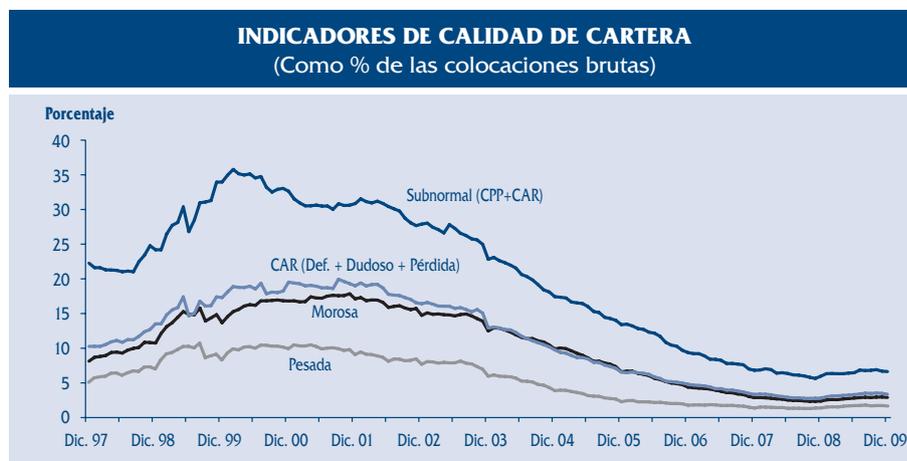
		Comercial	Microempresa	Consumo	Hipotecario
<b>Categoría de riesgo</b>	<b>Normal</b>	Pago puntual	Atraso ≤ 8 días	Atraso ≤ 8 días	Atraso ≤ 30 días
	<b>CPP</b>	Atraso ≤ 60 días	8 días < Atraso ≤ 30 días	8 días < Atraso ≤ 30 días	30 días < Atraso ≤ 90 días
	<b>Deficiente</b>	60 días < Atraso ≤ 120 días	30 días < Atraso ≤ 60 días	30 días < Atraso ≤ 60 días	90 días < Atraso ≤ 120 días
	<b>Dudoso</b>	120 días < Atraso ≤ 365 días	60 días < Atraso ≤ 120 días	60 días < Atraso ≤ 120 días	120 días < Atraso ≤ 365 días
	<b>Pérdida</b>	Atraso > 365 días	Atraso > 120 días	Atraso > 120 días	Atraso > 365 días
<b>Clasificación contable</b>	<b>Vigentes</b>	Atraso ≤ 15 días	Atraso ≤ 30 días	Atraso ≤ 30 días	Atraso ≤ 30 días
	<b>Refinanciados</b>	Créditos que han registrado variaciones de plazo o monto del contrato original por dificultades en la capacidad de pago del deudor.			
	<b>Reestructurados</b>	Créditos modificados conforme a la Ley General del Sistema Concursal (Ley N° 27809)			
	<b>Vencidos</b>	Atraso > 15 días	Atraso > 30 días	30 días < Atraso ≤ 90 días (porción no pagada)	30 días < Atraso ≤ 90 días (porción no pagada)
				Atraso > 90 días (Totalidad del crédito)	Atraso > 90 días (Totalidad del crédito)
<b>Cobranza judicial</b>	A partir de la fecha en que se inicia el proceso judicial de recuperación, el cual se puede realizar 90 días después de haberse registrado como vencido.				





Por ende, se pueden construir diferentes indicadores de calidad de cartera según la definición de “mala cartera” que se emplee, la misma que está en función de la categoría de riesgo del deudor y/o de la clasificación contable de los créditos. Entre los primeros están: (i) el ratio de la cartera subnormal (créditos con una clasificación de riesgo inferior al normal) sobre el total de colocaciones brutas y (ii) el ratio de cartera de alto riesgo o CAR (agregado de las tres categorías de mayor riesgo) sobre el total de colocaciones brutas. Entre los indicadores de calidad de cartera en base a la información contable se tienen: (i) el ratio de cartera pesada (agregado de la cartera vencida y en cobranza judicial) sobre colocaciones brutas y (ii) el ratio de cartera morosa (agregado de la cartera pesada, refinanciada y reestructurada) sobre colocaciones brutas o ratio de morosidad.

En los últimos años, se observa que todos los indicadores de calidad de cartera exhiben una trayectoria similar, siendo el ratio (CAR / colocaciones brutas) y el ratio de morosidad los que registran el mayor coeficiente de correlación, con excepción de los bancos que tengan mayor concentración en los créditos de consumo e hipotecarios. Esto último se debe a que en estos créditos sólo se considera como cartera vencida la cuota (o cuotas) con un atraso en su pago de hasta 90 días (cuando el atraso supera dicho plazo, todo el crédito se considera como vencido). En cambio, en la CAR, y sin importar el tipo de crédito, se incluye todo el monto de la cartera clasificada en las categorías de riesgo deficiente, dudoso y pérdida. Por tanto, el ratio CAR / colocaciones brutas es un indicador de calidad de cartera más exigente que el ratio de morosidad.



Por ello, en el ejercicio del análisis del punto de equilibrio financiero se escogerá como indicador de calidad de cartera a la CAR, además este indicador se interpretará como los créditos no rentables. Cabe señalar que no se utiliza la cartera subnormal porque los créditos de los deudores con clasificación CPP pueden formar parte de los créditos vigentes en algunas modalidades crediticias.

### Metodología

El ejercicio consiste en suponer que ocurre un shock que incrementa abruptamente la CAR sin alterar el monto total de las colocaciones brutas. Es decir, habría una recomposición en la estructura de colocaciones brutas, preservando la cantidad total de los créditos. La CAR se incrementa hasta el nivel que anularía el margen operativo de los bancos.

Adicionalmente, se efectúa el supuesto que los gastos financieros, los gastos operativos, los otros ingresos y el rendimiento unitario implícito de los créditos rentables permanecerán inalterados. Ello con la finalidad de aislar el impacto marginal del incremento de la CAR en el margen operativo.

Sea MO el margen operativo, definido como sigue:

$$MO = i \times (CB - CAR) - GF - GO + OI$$

Donde:

$i$  = rendimiento implícito de los créditos rentables o la tasa de interés activa promedio.

CB = colocaciones brutas.

CAR = cartera de alto riesgo

GF = gastos financieros

GO = gastos operativos

OI = otros ingresos

Cabe indicar que el margen operativo no incluye el gasto en provisiones específicas de la CAR ni las provisiones genéricas. Además, todas las variables están expresadas como proporción del activo.

Entonces, a partir de derivaciones algebraicas sobre la identidad contable del margen operativo, se llega a la siguiente expresión del equilibrio financiero operacional:

$$\frac{\Delta CAR}{CAR_1} = \frac{MO_1}{(CAR_1 * i)}$$

Donde:

$\Delta CAR$  = monto adicional de la cartera de alto riesgo que anularía el margen operativo de los bancos.

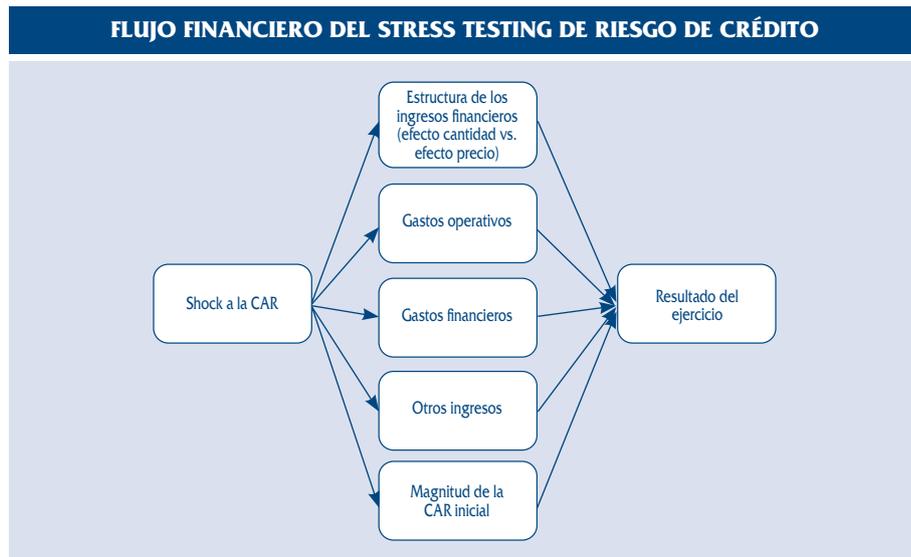
$CAR_1$  = cartera de alto riesgo antes del shock.

$MO_1$  = margen operativo antes del shock.

$i$  = rendimiento unitario implícito de los créditos rentables.

De la ecuación anterior, se observa que los bancos que registran el mayor margen operativo son los que están en mejor capacidad para soportar el deterioro de la CAR.





A partir de la estructura del margen operativo se puede tener mayor información de los efectos del *shock*. Si en la estructura del ingreso financiero predominara el “efecto precio o tasa de interés activa” (en lugar del “efecto cantidad” o “volumen de créditos”) una “pequeña” variación de la CAR tendría un impacto importante sobre el margen operativo debido a los ingresos dejados de percibir por cada crédito (costo de oportunidad representado por la expresión  $CAR \cdot i$ ).

Otros factores relevantes que explican la capacidad de resistencia operativa de los bancos frente a deterioros de la CAR son los gastos operativos, el costo financiero y los otros ingresos. Por ejemplo, manteniendo fijas al resto de variables, un banco que tenga bajos gastos operativos y bajo gasto financiero podrá soportar en mejores condiciones deterioros en la calidad de la cartera (esto es, una mayor CAR).

### Implementación

Entre enero de 2002 y setiembre de 2008, la creciente evolución del indicador del equilibrio financiero operacional (que mide la capacidad de resistencia operativa de la banca frente a los deterioros de la CAR) demuestra la creciente solidez de la banca ocurrida en los últimos años, explicada por la mejora en la calidad de los créditos otorgados en ese periodo, así como del margen financiero y de la eficiencia operativa.

Por su parte, el cambio de tendencia observado a partir de setiembre de 2008, que representa un ligero deterioro en este indicador, estaría explicado por los efectos de la crisis financiera internacional en la banca local, principalmente el incremento de la morosidad y la reducción del margen operativo registrados a lo largo del año 2009, aunque se observa que dicho deterioro se habría estabilizado y se estaría revirtiendo en el último trimestre de 2009.



### Conclusión

La principal conclusión es que la capacidad de los bancos para soportar incrementos en la “mala cartera” depende en gran medida de la estructura de los ingresos financieros; es decir, depende del predominio del “efecto cantidad o volumen de créditos” o del “efecto precio o tasa de interés activa” como el principal factor que genera la rentabilidad. Otros determinantes relevantes son la eficiencia operativa, el costo del financiamiento y la magnitud de la CAR inicial. En este contexto, se observa que en el Perú, la banca cuenta con una alta capacidad de resistencia operativa frente a deterioros de la CAR.





## GLOSARIO

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

**Cartera Pesada:** Comprende la cartera vencida (colocaciones vencidas) más la cartera en cobranza judicial.

**Cartera en Cobranza Judicial:** Comprende el capital de los créditos a partir de la fecha en que se inicia el proceso judicial para su recuperación. (Fuente: SBS)

**Cartera Refinanciada (Operación Refinanciada):** Comprende aquellos créditos, cualquiera sea su modalidad, cuyos plazo y/o montos de contrato original han sido modificados, debido a dificultades en la capacidad de pago del deudor. (Fuente: SBS)

**Cartera Reestructurada (Operación Reestructurada):** Son aquellos créditos que están sujetos a la reprogramación de pagos aprobada en el proceso de reestructuración, de concurso ordinario o preventivo, según sea el caso, conforme a la Ley General del Sistema Concursal aprobada mediante la Ley N° 27809. (Fuente: SBS)

**Cartera Vencida:** Comprende el capital de los créditos que no han sido cancelados o amortizados por los obligados en la fecha de vencimiento. (Fuente: SBS)

**Cheque:** Es una orden escrita que va de la parte del girador al girado, normalmente un banco, requiriendo pagar una suma especificada a pedido del girador o de un tercero especificado por el girador. Los cheques se pueden utilizar para liquidar pagos (deudas) y para retirar dinero de los bancos.

**Colocaciones Brutas:** Comprende las colocaciones vigentes más la cartera morosa. (Fuente: SBS)

**Colocaciones Vigentes:** Comprende todos los créditos otorgados a las empresas y hogares cuyos pagos se encuentran al día de acuerdo al contrato original. (Fuente: SBS)

**Compensación:** Es el proceso de transmitir, reconciliar y, en algunos casos, confirmar las órdenes de pago e instrucciones de transferencia de títulos valores antes de la liquidación, posiblemente incluyendo el neteo de las instrucciones y el establecimiento de las posiciones finales para la liquidación.

**Depósitos:** Comprende las obligaciones derivadas de la captación de recursos de las empresas y hogares principalmente, mediante las diferentes modalidades, por parte de las empresas del sistema financiero expresamente autorizadas por Ley. (Fuente: SBS)

**Depósitos del Sector Público:** Comprende los depósitos de las entidades del Gobierno (Ministerios, Empresas Públicas, Entidades Autónomas, Gobiernos Regionales, Municipalidades, etc.) en el Sistema Financiero.

**Entrega contra pago:** Es un mecanismo en un sistema de liquidación de valores que garantiza que la entrega del título valor o instrumento financiero ocurre sí y sólo si la transferencia definitiva de fondos ocurre.

**Liquidación:** Es un acto que cancela pagos u obligaciones con respecto a transferencias de fondos o de títulos valores entre dos o más partes.

**Liquidación Bruta en Tiempo Real:** consiste en la liquidación continua (en tiempo real) de transferencias de fondos o de títulos valores en forma individual o sobre la base de orden por orden (sin neteo).

**ME:** Moneda Extranjera, Dólares de los Estados Unidos de América.

**MES:** Créditos a la Microempresa. (Fuente: SBS)

**MN:** Moneda Nacional, Nuevos Soles.

**Provisiones:** Comprende el monto que las entidades financieras provisionan para contingencias que pueden enfrentar, lo cual afecta el resultado del ejercicio, pero cuyo pago o liquidación se efectúa en el ejercicio o ejercicios siguientes. Estas se pueden hacer debido al riesgo país, a la desvalorización de bienes colocados en capitalización, entre otras provisiones de acuerdo a las normas establecidas por la SBS. En el presente reporte se hace referencia a las provisiones por riesgo de crédito. (Fuente: SBS)

**Provisiones Específicas:** Son aquellas que se constituyen sobre los créditos directos y la exposición equivalente al riesgo crediticio de los créditos indirectos de deudores a los que se ha clasificado en una categoría de mayor riesgo que la categoría Normal. (Fuente: SBS)

**Provisiones Genéricas:** Son aquellas que se constituyen, de manera preventiva, sobre los créditos directos y la exposición equivalente riesgo crediticio de los créditos indirectos de deudores clasificados en categoría Normal. (Fuente: SBS)

**Ratio de Capital Global:** Considera el Patrimonio Efectivo como porcentaje de los activos y contingentes ponderados por riesgo totales: riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional. (Fuente: SBS)

**Renta Familiar Vitalicia:** El afiliado al Sistema Privado de Pensiones contrata directamente, con la empresa de seguros de su elección, el pago de una renta mensual hasta su fallecimiento; y el pago de pensiones de sobrevivencia en favor de sus beneficiarios.





**Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida:** El afiliado al Sistema Privado de Pensiones retiene en su CIC los fondos suficientes para obtener de la AFP una Renta Temporal y, adicionalmente contrata una renta vitalicia familiar, con la finalidad de recibir pagos mensuales a partir de una fecha determinada.

**Retiro Programado:** El afiliado al Sistema Privado de Pensiones efectúa retiros mensuales de su Cuenta Individual de Capitalización (CIC). El mecanismo funciona de la siguiente manera: si un afiliado de 65 años se jubila, la pensión se calcula considerando su expectativa de vida a dicha edad. El monto de esta pensión es retirado de su CIC, lo que significa que dicha CIC sigue siendo administrada por la AFP y obteniendo la rentabilidad que dicha administradora ofrezca. Al año siguiente, se calcula nuevamente la pensión con el nuevo monto de la CIC, considerando una expectativa de vida a partir de 66 años. El mecanismo se repite las veces que sea necesario.

**Riesgo:** Contingencia o proximidad de un daño. (Fuente: Real Academia Española)

**Riesgo de Crédito:** El riesgo de que el deudor o la contra-parte de un contrato financiero no cumpla con las condiciones del contrato. (Fuente: Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, Ley N° 26702)

**Riesgo de Liquidez:** Es la potencial incapacidad de cumplir a tiempo las obligaciones, dado el nivel de activos líquidos de los que se dispone. (Fuente: Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, Ley N° 26702)

**Riesgo de Mercado:** Es la probabilidad de tener pérdidas en posiciones dentro y fuera de la hoja del balance, derivadas de movimientos en los precios de mercado. Se incluye a los riesgos pertenecientes a los instrumentos relacionados con tasas de interés, riesgo cambiario, cotización de las acciones, “commodities”, y otros. (Fuente: Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, Ley N° 26702)

**Riesgo Operacional:** Es la probabilidad de sufrir pérdidas debido a la inadecuación o a fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos o bien a causa de acontecimientos externos. Esta definición incluye el riesgo legal<sup>97</sup>, pero excluye el riesgo estratégico y el de reputación. (Basilea II)

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

**ROE:** Rentabilidad sobre el Patrimonio. Se calcula como el ratio entre las utilidades netas de impuesto sobre el valor del patrimonio.

**Sistema de Pagos:** Es el conjunto de instrumentos, reglas y procedimientos que sirven para realizar transferencias de fondos entre los participantes de un sistema de pagos en particular.

**Tasa de Encaje:** Es la proporción del total de obligaciones ó depósitos sujetos a encaje (TOSE) que los bancos deben tener como reserva en su caja y en el BCRP, con la finalidad de atender retiros imprevistos de depósitos. Este es uno de los instrumentos por los que el BCRP afecta la liquidez del Sistema Financiero.

**Tasa de Interés de Referencia del BCRP:** Tasa de interés que el BCRP fija con la finalidad de establecer un nivel de tasa de interés de referencia para las operaciones interbancarias, la cual tiene efectos sobre las operaciones de las entidades financieras con el público.

**Transferencia de crédito:** Es una orden de pago, o posiblemente una secuencia de órdenes de pago, realizada con el propósito de poner fondos a disposición del beneficiario. Tanto las instrucciones de pago como los fondos descritos en la misma se mueven del banco del pagador/iniciador al banco del beneficiario, posiblemente vía varios otros bancos como intermediarios y/o más de un sistema de transferencia de crédito.

