

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2011

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

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Noviembre 2011

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2011

CONTENIDO

	Pág.
PREFACIO	5
RESUMEN	6
I. ANÁLISIS DE RIESGOS.....	8
II. SITUACIÓN DE DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO.....	23
II.1 Hogares.....	23
II.2 Empresas	29
III. MERCADOS FINANCIEROS.....	43
III.1 Sistema Financiero.....	43
III.2 Mercado de Dinero y Cambiario.....	52
III.3 Mercado de Capitales.....	54
IV. SISTEMAS DE PAGOS.....	73
V. MARCO LEGAL.....	78
GLOSARIO.....	87

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1: El sistema bancario europeo y su relación con la crisis fiscal	18
Recuadro 2: Crisis financieras recientes y su efecto contagio en el mercado doméstico de renta variable	20
Recuadro 3: Regulación de Tarjetas de Crédito (La Polar, Chile)	39
Recuadro 4: Central de Balances de Empresas no Financieras	41
Recuadro 5: Evolución de la Dolarización del Sistema Financiero Peruano	67
Recuadro 6: Esquema de Comisión por Saldo para las AFP	70
Recuadro 7: Superintendencia del Mercado de Valores	81
Recuadro 8: Regulación del Riesgo Demasiado Grande para Caer	84

PREFACIO¹

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

Los choques financieros pueden reducir la efectividad de la política monetaria, en tanto alteren los canales que vinculan las variables financieras con las variables reales y, eventualmente, con la inflación. Esto haría que el impacto de las medidas del BCRP sea menos predecible. 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.

Este documento se concluyó el 4 de noviembre de 2011 con información financiera al cierre de setiembre del mismo año. El siguiente número se difundirá en mayo de 2012 con cifras a marzo del mismo año.

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





RESUMEN

- i. La situación internacional continúa marcada por la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación económica de los EE.UU. y la resolución de la crisis fiscal y bancaria en la Zona del Euro. No obstante, la economía peruana ha continuado creciendo aunque a un ritmo menor al año anterior.** El agravamiento de los problemas en Europa y EE.UU. originaría una desaceleración en la tasa de crecimiento de nuestra economía, que podría afectar al sistema financiero y a los mercados financieros, dependiendo del grado en que los términos de intercambio se deterioren, de que ocurra una salida de capitales grande y abrupta, y del incremento de la volatilidad de los mercados financieros. Asimismo, una reducción de activos de bancos europeos, como respuesta a mayores requisitos de capital exigidos por los reguladores, podría implicar un menor financiamiento a los mercados emergentes.
- ii. Si bien la deuda de los hogares no registra niveles preocupantes, ha mantenido tasas de crecimiento relativamente elevadas, lo que en parte se explica por la incorporación de nuevos deudores al sistema financiero formal.** Un aspecto positivo es que este mayor crecimiento viene ocurriendo en mayor medida en moneda nacional, con lo cual el grado de dolarización está mostrando un continuo descenso.
- iii. Los indicadores financieros de las empresas corporativas se siguieron fortaleciendo gracias al dinamismo del consumo y la inversión privados.** La recuperación gradual de las expectativas optimistas empresariales y el acceso a fuentes de financiamiento a un costo atractivo, dada la amplia liquidez de las entidades financieras e inversionistas institucionales, ha favorecido la reactivación del aparato productivo y la ejecución de los planes de inversión de las empresas con miras a ampliar sus operaciones y capacidad productiva, y con ello la capacidad de pago de las empresas.
- iv. Los indicadores de solvencia, morosidad, eficiencia operativa, rentabilidad y liquidez del sistema financiero se mantienen estables y en niveles consistentes con un entorno de estabilidad financiera.** A pesar que los márgenes financieros se han venido reduciendo, la rentabilidad de las instituciones financieras se mantiene elevada. Sin embargo, se debe mencionar la presencia de casos puntuales de entidades pequeñas que muestran una evolución alejada del promedio, llevándolas a tomar acciones correctivas.
- v. Los créditos hipotecarios continúan con tasas de crecimiento anual que vienen acelerándose y si bien los nuevos créditos son otorgados en gran proporción en moneda nacional, el saldo tiene un elevado nivel de dolarización, lo cual representa un riesgo en un escenario de depreciación cambiaria que afecte la capacidad de pago de los deudores.** El sector inmobiliario ha experimentado un fuerte incremento en el precio de las viviendas, tendencia que podría verse reforzada

por el crecimiento del crédito hipotecario. Este proceso debe ser continuamente evaluado ya que una reversión de la tendencia que origine una caída en el nivel de precios de las viviendas, junto con una menor actividad económica, podría originar dificultades en la recuperación de estos créditos.

- vi. El mercado de deuda pública continuó atrayendo el interés de los inversionistas no residentes, lo que redujo la tasa de rendimiento de los bonos soberanos entre 60 y 100 puntos básicos.** Por su parte, el mercado bursátil tuvo un comportamiento negativo asociado a la inestabilidad generada por los problemas de sostenibilidad fiscal en Europa.

- vii. Los mercados de deuda y accionarios locales son todavía muy pequeños y es necesario promover el acceso de nuevos emisores.** Para ello, las empresas deben mejorar su estructura organizativa, la calidad de su información financiera e implementar prácticas de buen gobierno corporativo. Asimismo, es necesario que los reguladores sigan trabajando en la reducción de los costos de acceso al mercado y en simplificar los procedimientos que se deben llevar a cabo. Un avance, en ese sentido ha sido la creación del sistema e-prospectus para instrumentos de corto plazo y su extensión para bonos corporativos.

- viii. Los fondos privados de pensiones representan ya el 19% del PBI, y dado el tamaño del mercado de capitales interno, enfrentan el problema de falta de instrumentos financieros para invertir sus recursos. Sin embargo, pueden ser una fuente importante de financiamiento de los proyectos e infraestructura pública.** Para ello es necesario reducir los plazos de estructuración de las Asociaciones Público Privadas y las concesiones, así como desarrollar estructuras de financiamiento atractivas, con los riesgos de los proyectos bien acotados, y reducir la incertidumbre sobre el flujo de caja futuro de los proyectos.

- ix. Los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores registraron una expansión significativa en valor y volumen de operaciones, evidenciando su papel de infraestructura que da un soporte eficiente a las transacciones de la economía.** Se mantiene la tendencia creciente en el uso de instrumentos de pago electrónicos por parte de los agentes económicos. Asimismo, continúa el esfuerzo por parte del Banco Central para fortalecer su seguridad y eficiencia.

- x. En los últimos seis meses, se dictó diversas normas legales que buscan fortalecer la supervisión del mercado doméstico de capitales y del sistema financiero.** Por ejemplo, se transformó la CONASEV en la Superintendencia del Mercado de Valores y se estableció requerimientos adicionales de patrimonio a las entidades financieras por riesgos como el ciclo económico, la concentración de la cartera crediticia, la concentración de mercado, las variaciones en la tasa de interés en el libro bancario y la propensión al riesgo de crédito (empresas que registran altas pérdidas por riesgo de crédito con respecto a su patrimonio efectivo).





I. ANÁLISIS DE RIESGOS

- 1. Un escenario de agravamiento de la situación internacional y de menores perspectivas de crecimiento de la economía mundial en los próximos meses podría impactar negativamente a nuestra economía.** Los principales mecanismos de transmisión serían, por un lado, una reducción en los términos de intercambio y en la demanda del conjunto de nuestras exportaciones, lo que afectaría a su vez el crecimiento del PBI doméstico; y, por el otro, una salida acelerada de capitales y un incremento en la volatilidad de los precios de los activos financieros que afectaría los portafolios de inversión de los inversionistas institucionales, pudiendo ocasionar incluso que se registren pérdidas temporales (fondos de pensiones administrados por las AFP) y reducciones en su número de participantes (fondos mutuos), lo que retroalimentaría los efectos en los mercados financieros.

Los principales factores de incertidumbre en la evolución de la economía internacional están asociados a:

- a. La disminución en la perspectiva de crecimiento en los EE.UU. debido a la lenta recuperación del consumo privado y a la reducción de los estímulos fiscales, luego de la preocupación del mercado por la sostenibilidad de la deuda gubernamental (el 5 de agosto pasado, Standard & Poor's redujo su clasificación de riesgo de AAA a AA+). Así, según el World Economic Outlook del FMI el estimado de crecimiento para los años 2011 y 2012 se redujo de 2,8% y 2,9% a 1,5% y 1,8%, respectivamente.

Cabe notar que el mercado considera que esta recuperación será lenta a pesar de que la Reserva Federal de los EE.UU. se ha comprometido a mantener las tasas de interés de referencia de corto plazo en niveles históricos mínimos hasta mediados del año 2013 y a reducir las tasas de interés de largo plazo a través de la compra de bonos con maduraciones entre 6 y 30 años (Operación *Twist*).

- b. La incertidumbre en la Zona del Euro que se inició en abril del año 2010 con los problemas de sostenibilidad fiscal de Grecia, seguidos por los de Irlanda (noviembre de 2010) y Portugal (mayo de 2011). Esta incertidumbre se incrementó significativamente en junio pasado cuando Grecia volvió a solicitar financiamiento debido a que no cumpliría con los primeros compromisos de reducción de déficits fiscales.

Asimismo, la percepción de problemas de solvencia se trasladó hacia algunos bancos, debido a su exposición en la deuda soberana de Grecia y Portugal, principalmente. Los gobiernos europeos han venido analizando la forma de recapitalizar sus sistemas bancarios, acordando recientemente que, para junio de 2012, los bancos deberán aportar capital por aproximadamente US\$ 140 mil

millones, incluso con apoyo público en caso los bancos no logren captar del sector privado la totalidad de los montos requeridos.

De otro lado, los líderes europeos acordaron, a fines de octubre, una serie de medidas para solucionar la crisis de la deuda soberana que afecta a los estados miembros de la zona del euro: el aumento del tamaño del fondo de rescate (European Financial Stability Fund – EFSF); la recapitalización del sistema bancario; y el aumento de la ayuda a Grecia, además de un recorte de 50% de la deuda por parte de los tenedores privados de los bonos soberanos. Asimismo, Italia invitó al FMI a que monitoree las reformas fiscales y estructurales que se comprometió en desarrollar.

Sin embargo, los detalles de estas medidas que quedaron pendientes de definición, en especial el referido al fortalecimiento del EFSF, y las recientes crisis políticas originadas en Grecia e Italia respecto a la sostenibilidad de ambas economías, volvieron a elevar el clima de incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros.

- c. La evolución de la economía China cuya proyección de aumento de su PBI se ha reducido ligeramente de 9,6% a 9,5% en el año 2011 y de 9,5% a 9,0% en 2012 (FMI). Los riesgos de un estancamiento o caída del precio de inmuebles y de una desaceleración de la actividad manufacturera producida por una menor demanda mundial podrían generar una reducción más fuerte de lo esperado en el crecimiento del PBI chino.

2. Dado el actual escenario internacional y las condiciones económicas domésticas, se proyecta una menor tasa de crecimiento de la economía peruana para 2011, y una desaceleración durante 2012. El menor crecimiento podría afectar el grado de cumplimiento de los deudores del sistema financiero. No obstante, considerando que el PBI crecería 5,5% en 2012, se espera que el riesgo de crédito de la banca, medido como la cartera morosa sobre el total de colocaciones, continúe disminuyendo.

En su última proyección, el BCRP estima una tasa de 5,5% versus la tasa de 6,5% proyectada en el Reporte de Inflación (RI) de Junio de 2011 para 2012. Los factores que estarían detrás de esta disminución son una menor inversión privada (de 11,6% a 7,0%) y un consumo privado ligeramente menor (de 5,7% a 5,2%).

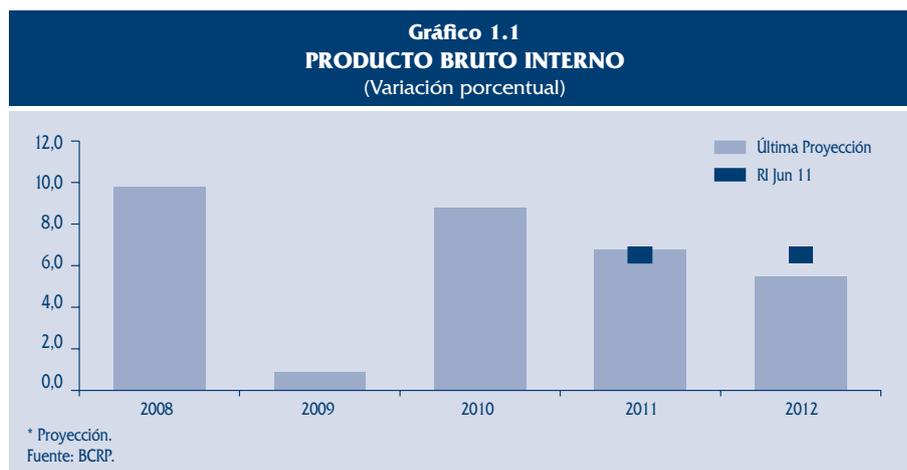
Las menores tasas de crecimiento en la economía desacelerarían la demanda de créditos por parte de las empresas no financieras con el sistema financiero tanto en préstamos directos (menores proyectos de inversión) como en créditos para operaciones de comercio exterior (menores exportaciones e importaciones).

No obstante, la capacidad de pago de las empresas del sector no financiero no se vería mayormente afectada, ya que el flujo de caja de estas empresas está fuertemente correlacionado con la tasa de crecimiento del PBI.





Con la última proyección del PBI y asumiendo cierta volatilidad en el tipo de cambio en el primer trimestre, el escenario más probable de proyección indica que el ratio de morosidad disminuiría a 2,50% en diciembre de 2011 y a 2,45% en marzo de 2012, siguiendo una trayectoria suave durante lo que resta del año, haciéndose más pronunciada en el primer trimestre de 2012.



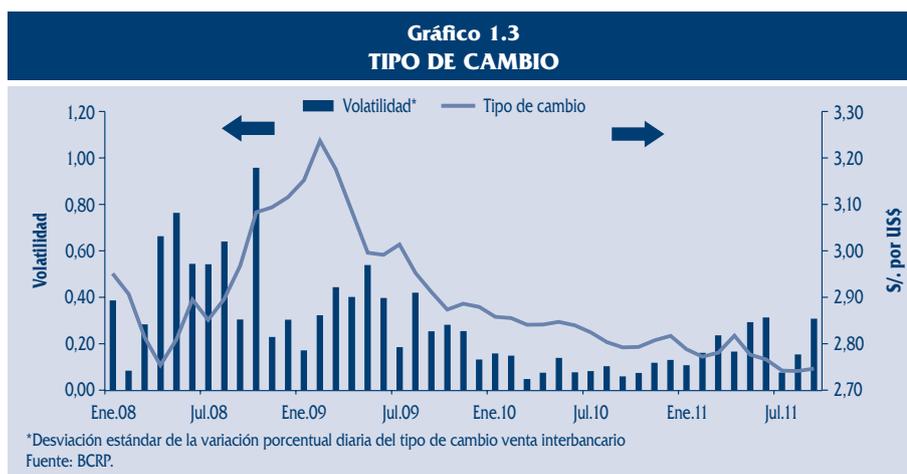
En el Gráfico 1.2 se presenta la proyección del ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas de la banca, para el periodo octubre de 2011-marzo de 2012, en términos de su distribución de posibles resultados (fan chart)².



2 El *fan chart* representa la función de densidad de probabilidad de los valores futuros de una variable. En el caso de la proyección del ratio de morosidad, la función de densidad de pronóstico puede ser asimétrica. En caso resulte asimétrica, ello indicaría que la probabilidad de que los valores futuros de la variable puedan estar por encima o por debajo de la senda central no es igual.

Sin embargo, es conveniente mantener un seguimiento cercano de los ratios de morosidad del sistema financiero, en especial en una coyuntura de importantes tasas de crecimiento del crédito, como las que se viene observando en la actualidad.

- 3. El riesgo cambiario crediticio del sistema financiero podría subir con la agudización de la incertidumbre internacional. La percepción de riesgo de los activos de las economías emergentes se podría incrementar y, con ello, la probabilidad de una salida de capitales (proceso de *flight to quality*). Esta salida elevaría las expectativas cambiarias, lo que, a su vez, incrementaría el riesgo cambiario crediticio para aquellas empresas no financieras y hogares cuyos ingresos están en nuevos soles pero mantienen créditos en dólares.**



Las empresas aún mantienen una alta exposición de sus balances a las variaciones del tipo de cambio ³. A setiembre de 2011, la dolarización de la deuda con el sistema financiero está en 55%. Por tipo de empresa, las corporativas, grandes y medianas empresas, son las que presentan la mayor exposición al riesgo cambiario, ya que mantienen una dolarización de deuda de 63%, 75% y 68%, respectivamente. Por el contrario, las microempresas (con una dolarización de 7%) y las pequeñas empresas (con una dolarización de 21%) presentan una baja exposición a la volatilidad del tipo de cambio.

³ Cuando las empresas deciden su estructura de financiamiento también deciden si el financiamiento con préstamos del sistema financiero se da en dólares o en nuevos soles. Si la empresa mantiene deuda en dólares, la depreciación incrementa su deuda en dólares expresada en nuevos soles, lo que reduce su capacidad de pago y probablemente su inversión y producción. Cabe mencionar, que la exposición al riesgo cambiario podría ser administrada si la empresa tomara alguna cobertura con algún contrato *forward* de monedas. La dolarización de las empresas corporativas, grandes y medianas tiende a ser alta como reflejo de la estructura de transacciones por moneda con sus proveedores. De acuerdo a una encuesta del BCRP, las transacciones interindustriales tienen un grado de dolarización de 66% a diciembre de 2010.





El nivel de dolarización de la deuda hipotecaria de los hogares es alta (50%). Así, existe una importante exposición al riesgo cambiario de los hogares que toman deuda hipotecaria en dólares y generan sus ingresos en nuevos soles, ya que una depreciación de la moneda nacional incrementaría su carga financiera durante un largo periodo (debido al plazo de estos créditos).

La proporción de deuda de consumo que está en dólares es de 9%, por lo tanto, su exposición al riesgo cambiario es menor. Los créditos vehiculares, son los créditos de consumo que registran el mayor nivel de dolarización (66%). En este caso, el efecto sobre la carga financiera comprendería un periodo entre 2 y 5 años, plazos entre los que se otorgan este tipo de operación.

4. La rentabilidad de las entidades financieras más pequeñas y especializadas en el sector de microempresas y en el segmento *retail* podría disminuir por una desaceleración de la actividad económica, en caso el flujo de caja de los prestatarios se vea afectado, y por la mayor competencia en el sistema financiero para atender a dichos sectores. Ello podría llevar a que algunas entidades financieras disminuyan sus márgenes y sus utilidades y enfrenten necesidades de fortalecimiento patrimonial.

En general, el sistema financiero presenta altos indicadores de rentabilidad, aunque menores a los obtenidos en años anteriores (el ROA bajó de 2,52% a 2,31%). La disminución en dichos indicadores se debe fundamentalmente a la reducción de los márgenes financieros, lo que ha inducido a las instituciones financieras a orientarse hacia los sectores más rentables, que son los de la pequeña y micro empresa así como el segmento minorista. Esto a su vez ha significado un incremento en la competencia por el financiamiento a esos sectores, lo cual se ha reflejado en una menor rentabilidad de las instituciones especializadas en estos segmentos (ROA de 2,55% a 2,20%).

La mayoría de estas entidades ha estado inmersa en un proceso de fortalecimiento patrimonial que les permitiría manejar con relativa holgura tanto una disminución en sus ratios de rentabilidad como un moderado incremento en sus carteras pesadas.

Sin embargo, debido al marco legal que rigen a algunas entidades como las cajas municipales podrían darse situaciones en las que enfrentarían limitaciones en la obtención de aportes de capital, en caso su generación de utilidades sufriera un serio menoscabo. En la actualidad, los aportes de capital de estas instituciones financieras provienen de los municipios, quienes son sus propietarios, a través de la capitalización del 50% de las utilidades generadas por dichas cajas. Ante la dificultad de aportes de capital adicional, la alternativa de incorporar un nuevo socio enfrenta la limitación legal que establece que para tener representación en el Directorio debe poseer más del 50% de las acciones de la entidad, lo cual se constituye en una barrera para la entrada de nuevos accionistas en caso se

requiriera. Esta situación hace necesaria la modificación legal pertinente que facilite la capitalización de estas entidades financieras.

5. El alto crecimiento de los créditos hipotecarios lleva a la necesidad de considerar medidas prudenciales que eviten que se produzca un sobreendeudamiento que en momentos de estrés comprometan la estabilidad financiera.

En los últimos años, se distinguen dos factores que se han flexibilizado en el segmento hipotecario⁴: el aumento del ratio préstamo/valor del inmueble ó *loan to value (LTV)*⁵ de 80% a 90% y el mayor nivel de apalancamiento (deuda promedio/ ingreso promedio) en los hogares, aunque esto último está en línea con los mayores plazos ofrecidos por las entidades financieras, por lo que el impacto neto sobre la cuota mensual no habría sido relevante⁶.

Encuestas del BCRP revelan que el ratio del precio de vivienda a alquiler anual de las mismas mantiene un nivel menor al considerado crítico para señalar la existencia de una burbuja inmobiliaria.

**Cuadro 1.1
PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL 1/**

Distritos	2010			2011		
	IIT	IIIT	IVT	IT	IIT	IIIT
Jesús María	11,8	10,5	11,9	12,6	13,1	12,9
La Molina	13,0	15,7	16,1	16,5	17,2	15,2
Lince	15,9	14,2	14,8	14,3	15,6	16,5
Magdalena	10,6	11,7	10,9	11,6	13,7	12,7
Miraflores	10,9	12,1	13,3	12,9	14,1	15,6
Pueblo Libre	14,5	13,6	14,1	15,6	15,6	15,0
San Borja	15,8	15,5	14,7	15,3	17,2	16,6
San Isidro	14,4	13,6	13,8	15,6	15,9	14,9
San Miguel	13,6	12,0	14,8	17,7	15,9	13,7
Surco	12,8	13,8	14,7	15,9	15,8	13,4
Promedio	13,3	13,3	13,9	14,8	15,4	14,6

1/ Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta y alquileres de cada distrito.

Fuente: Sector Inmobiliario BCRP.

- 4 Muchos estudios relacionan la flexibilización de las condiciones crediticias con el fuerte crecimiento de los créditos hipotecarios y el alza de los precios de las viviendas. Al respecto, es también relevante la reciente crisis hipotecaria de los Estados Unidos y España.
- 5 El ratio LTV indica el monto que la entidad financiera presta como porcentaje del valor del inmueble. Por ejemplo, si un banco le presta S/. 80 mil a una persona para la compra de un departamento cuyo valor (sustentado por su respectiva tasación) es de S/. 100 mil; entonces, el ratio LTV es de 80%.
- 6 De acuerdo a los estándares internacionales, la cuota mensual total (por deuda de consumo e hipotecaria) no debe superar el 50% del ingreso mensual. Si el ingreso mensual es de S/. 3 500, la tasa de interés hipotecaria de 10% anual y no tiene deuda de consumo, el cliente puede asumir una deuda hipotecaria a un plazo de 15 años de S/. 160 mil, lo que significa un nivel de apalancamiento de 45 veces del ingreso mensual. Si el plazo se incrementara a 25 años, este cliente podría incrementar su crédito a S/. 192 mil, sin perjudicar su capacidad de pago, y el apalancamiento pasaría a 55 veces su ingreso mensual.





Esta flexibilización, si bien dinamiza el mercado inmobiliario en un contexto de actividad económica estable, puede tener consecuencias negativas sobre la estabilidad financiera en un escenario de severo *stress* en la actividad económica. Estos escenarios usualmente se caracterizan por:

- a. La reducción en el nivel de ingresos, que deteriora la capacidad de pago mensual y de endeudamiento total de los hogares, lo que aumenta la probabilidad de incumplimiento. Este efecto es mayor, si la entidad financiera exigió una menor cuota inicial.
- b. La disminución en los precios de las viviendas. En este escenario, es probable que:
 - Las instituciones financieras hagan más estrictas las condiciones crediticias (por ejemplo, incrementen el ratio LTV), lo que reduciría el acceso a nuevos créditos.
 - Los deudores, en la medida que el valor del crédito se acerque o supere el valor de mercado de su vivienda, tengan incentivos a incumplir con su pago, ya que esta operación reduce su patrimonio.
 - Las instituciones financieras intenten vender las viviendas hipotecadas en un mercado donde los compradores de vivienda afrontan restricciones, lo que podría presionar aún más los precios a la baja, así como incentivar a los prestatarios a no continuar con la cancelación de su deuda hipotecaria.

Adicionalmente, las entidades financieras suelen asumir un riesgo de tasas de interés asociado a su cartera hipotecaria. Así, la mayoría de los créditos contiene un esquema de tasa de interés mixto, en el que el deudor paga inicialmente una tasa de interés fija, por un período entre 5 y 10 años, y luego una tasa de interés variable (usualmente Limabor)⁷ más determinados puntos porcentuales. Este riesgo es especialmente relevante en un escenario de incrementos en las tasas de interés que podría afectar la capacidad de pago de esos deudores.

Este riesgo se origina en el hecho de que las principales fuentes de fondeo de dicha cartera son los depósitos por Compensación por Tiempo de Servicios y la emisión de instrumentos de deuda de largo plazo, casi todos ellos a tasas de interés variable. Por ello, las entidades financieras deberían revisar sus alternativas de financiamiento, siendo una alternativa relevante la emisión de los bonos hipotecarios en nuevos soles y a tasas fijas.

⁷ Esta tasa es calculada por ASBANC y equivale al promedio de las tasas de interés interbancarias a las que los cuatro principales bancos (Crédito, Continental, Scotiabank e Interbank) estarían dispuestos a tomar y prestar fondos.

Dado lo anterior, es recomendable que en épocas de estabilidad se diseñen políticas crediticias más prudentes con la finalidad de reducir la exposición de los hogares y de las instituciones financieras, ante la ocurrencia de escenarios de estrés. En ese sentido, algunas medidas⁸ para mantener un ritmo moderado del crecimiento del crédito hipotecario son las siguientes:

- a. El incremento en el nivel de capital requerido para las instituciones financieras.

Dos alternativas que se pueden evaluar son que el requerimiento de capital incluya un componente procíclico (Basilea III) y que distinga las condiciones crediticias en que se han otorgado los créditos hipotecarios (mayor capital para créditos otorgados con mayor ratio LTV, con la finalidad de aislar el efecto de la evolución de los precios de las viviendas sobre dicho ratio).

- b. La realización de provisiones procíclicas, ligadas tanto a la evolución del PBI (como las actualmente existentes) como al desarrollo de los precios de las viviendas. Como en la propuesta anterior, debe considerarse las condiciones en que se otorgan los créditos hipotecarios.

Si bien con las provisiones procíclicas actuales se protege el patrimonio de las instituciones financieras, no disuade significativamente de que las entidades financieras sigan incrementando sus colocaciones.

- c. La limitación del ratio LTV y del nivel de apalancamiento del deudor a lo largo del ciclo. Estas condiciones deberían ser complementadas con la exigencia de una cuota inicial mínima, respecto al precio de adquisición de la vivienda. Esta última medida es especialmente relevante en los casos que el valor de compra de la vivienda sea inferior al monto de su valorización.

Por ejemplo, el ratio LTV no debería superar el 80% y la cuota inicial no debería ser inferior al 20% del valor de adquisición, con tendencia a ser más exigente en las épocas de boom económico. Asimismo, el nivel de apalancamiento máximo debería ser el que esté acorde con que el total de las cuotas de deuda (consumo e hipotecaria) del deudor o, en su defecto, del hogar equivalga a no más del 50% del ingreso mensual.

Estas medidas reducirían el endeudamiento de los hogares y restringirían el acceso del crédito de aquellos que no puedan pagar la cuota mínima exigida. Asimismo, se espera que estas medidas contribuyan a suavizar la evolución del precio de las viviendas.

8 Estos mecanismos están basados en Crowe et al. (2011). How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Countries Experiences. Fondo Monetario Internacional.





De otro lado y para atenuar el riesgo cambiario crediticio asociado a la cartera hipotecaria y vehicular en dólares, estas medidas podrían ser modificadas en los siguientes términos:

- a. Exigir una mayor limitación en el ratio LTV, de manera tal que el ratio exigido por la entidad financiera sea de 70%. El objetivo es desincentivar la demanda por créditos en moneda extranjera.
- b. Requerir una provisión genérica obligatoria equivalente por un porcentaje del saldo de créditos otorgados en moneda extranjera⁹, adicional a las ya existentes. Dicha provisión sería exigible hasta que el ratio LTV sea igual o menor que un nivel prudente (por ejemplo, 40%).
- c. Elevar la ponderación de los créditos hipotecarios otorgados en dólares para efectos del cálculo de los activos ponderados por riesgo, de 50% a 150%.

De esta forma, se persigue el mantenimiento de la estabilidad financiera a partir de que la exposición crediticia de los hogares sea consistente con su capacidad de pago en el mediano y largo plazo. Sin embargo, se debe tener cuidado en que estas medidas no restrinjan demasiado el acceso al crédito a los hogares, quitándoles los beneficios de la intermediación financiera así como generándoles incentivos a acudir al mercado de crédito informal para satisfacer sus necesidades.

6. **Los inversionistas institucionales enfrentan un lento proceso de desarrollo de proyectos, así como una escasez de activos financieros en los cuales invertir. Esta situación, que afecta la óptima asignación de recursos en la economía, puede originar una excesiva valorización de ciertos instrumentos financieros, a la vez que perjudica los retornos a los aportantes del capital, como los afiliados a las AFP y los partícipes de los fondos mutuos.**

La poca disponibilidad actual de instrumentos de inversión en el mercado de capitales doméstico conduce a que los portafolios de inversión, administrados por los inversionistas institucionales, presenten bajos niveles de diversificación y estén concentrados en pocos emisores y sectores económicos. Esta situación puede agravarse en caso de mantenerse el ritmo de crecimiento de los fondos de inversión y de pensiones y la lentitud en la emisión de nuevos

9 Actualmente, la Resolución SBS N° 41-2005, que regula el riesgo cambiario crediticio, señala que si la empresa del sistema financiero cuenta con requerimientos mínimos para identificar, administrar y asignar provisiones por el riesgo cambiario crediticio, no deberá realizar provisiones adicionales. En caso contrario, la SBS le exigirá constituir provisiones genéricas, para los deudores clasificados en categoría Normal, entre 0,25% (si cuenta con garantías de muy rápida realización) y 1% (si no cuenta con garantías).

instrumentos financieros hacia los cuales canalizar los recursos de los portafolios administrados.

De otro lado, esta insuficiencia de alternativas de inversión puede generar que los instrumentos actualmente disponibles tengan precios por encima de sus valores fundamentales. Asimismo, las tasas de interés de las nuevas emisiones de instrumentos de deuda, para el Tesoro Público y las empresas que ya participan del mercado de capitales, pueden ser menores a la que debería asociarse al riesgo implícito del instrumento (riesgo del emisor y prima de liquidez) y al retorno en comparación a la tasa de inflación esperada.

Todo ello, además de los riesgos macroprudenciales derivados, generaría distorsiones en la asignación de recursos y en las tasas de interés, afectando la rentabilidad de los agentes económicos que son dueños de los fondos administrados por inversionistas institucionales, en particular de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones, los que en este caso se perjudicarían con una menor pensión.

El problema de la falta de oportunidades de inversión se acentúa por las dificultades asociadas a los procedimientos para obtener autorización de los reguladores, tanto para la emisión de los instrumentos financieros como para las inversiones de los recursos. Al respecto, es necesario que los organismos reguladores prosigan con los esfuerzos para simplificar y hacer más comprensibles los procedimientos necesarios para realizar una emisión bajo oferta pública. Asimismo, el regulador del Sistema Privado de Pensiones debe flexibilizar las normativas referentes a las inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), así como agilizar y hacer expedito el proceso de autorización y registro de instrumentos financieros disponibles para inversión.

De igual modo, la lentitud en los procesos de concesión y desarrollo de proyectos de infraestructura pública impide que las AFP destinen mayores recursos a financiar estos proyectos. Los extensos plazos desde que se diseña un proyecto de infraestructura pública hasta que se entrega al operador de la Asociación Público Privado o se firma el contrato de concesión no permite que las AFP canalicen los fondos que ya están comprometidos para financiar y desarrollar infraestructura.

Entre otras medidas, se debe considerar que las diferentes dependencias del Estado realicen los procedimientos, permisos y licencias para llevar a cabo el proyecto de infraestructura de manera ordenada y secuencial. Asimismo, se debe replicar las características del contrato y esquemas de financiamiento de proyectos pasados exitosos.



**Recuadro 1****EL SISTEMA BANCARIO EUROPEO Y SU RELACIÓN CON LA CRISIS FISCAL**

El periodo de normalización financiera mundial que se inició en marzo de 2009 fue interrumpido en el segundo trimestre del año 2010 por problemas de sostenibilidad de la deuda soberana de países de la periferia de Europa, entre los que destacó Grecia (mayo de 2010), Irlanda (noviembre de 2010) y Portugal (mayo de 2011).

Desde entonces, el costo de la protección por el riesgo de crédito a estos países (*Credit Default Swaps-CDS*) se incrementó significativamente (el CDS de Grecia pasó de 800 puntos básicos en mayo de 2010 a niveles superiores de 1 400 pbs. en octubre de 2011), lo cual generó un efecto contagio sobre las bolsas mundiales y fomentó que la crisis de deuda europea se convierta en una crisis global.

Debido a la elevada exposición de los bancos europeos a la deuda soberana de los países europeos en riesgo (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia), los precios de sus acciones empezaron a registrar pérdidas importantes (35% aproximadamente entre mayo de 2010 y octubre de 2011¹⁰); con lo cual el riesgo soberano se trasladó a una crisis bancaria especialmente en los sistemas financieros con una mayor exposición a Grecia, país que redujo su clasificación internacional de riesgo de BB+ (Diciembre de 2010) a C (octubre de 2011), es decir a un nivel de “Insolvencia con reducidas posibilidades de recuperación”.

En el Cuadro 1, se muestra la exposición de los bancos de Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia a la deuda soberana de los países en riesgo con información del segundo ejercicio de estrés realizado por la *European Banking Authority* (EBA)¹¹ en julio pasado.

Cuadro 1
EUROPA: PRÉSTAMOS E INVERSIONES DE BANCOS A GOBIERNOS
(En porcentaje del total; Julio de 2011)

País	Grecia	Irlanda	Portugal	España	Italia	Total
Bancos						
Francia	12	2	6	17	63	100
Alemania	12	1	5	27	54	100
Grecia	100	0	0	0	0	100
Irlanda	0	91	1	2	6	100
Portugal	6	2	86	1	4	100
España	0	0	2	95	3	100
Italia	1	0	0	2	97	100

Así, se puede apreciar que los bancos europeos está altamente expuestos al riesgo soberano de su propio país, como por ejemplo Grecia (100% de exposición), Irlanda (91%), Portugal

10 Información del *Bloomberg European Banks and Financial Services Index* hasta el 20 de octubre pasado.

11 “*Is Recent Bank Stress Really Driven by the Sovereign Debt Crisis?*”. Wolff, Guntram. *Bruegel Policy Contribution. Issue 2011/12 October 2011.*

(86%), España (95%) e Italia (97%); con excepción de Francia y Alemania que tienen una exposición de 63% y 54% a la deuda soberana de Italia, respectivamente.

Debido a la elevada exposición de los bancos franceses y alemanes al riesgo soberano italiano, los gobiernos de esos países han sido los más activos en buscar una solución definitiva a los problemas de solvencia de los países en crisis, especialmente intentando que la situación fiscal en Italia no alcance los episodios registrados en Grecia.

Frente a los temores del mercado internacional, la EBA y el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS, por sus siglas en inglés) realizaron dos ejercicios de estrés de la banca europea (julio de 2010 y julio de 2011), los cuales buscaron dar señales al mercado de la solvencia de las instituciones financieras frente a episodios de recesión económica pero no incorporaron un ejercicio de insolvencia de un gobierno (Grecia, básicamente), sobre el capital de los más de 90 bancos evaluados (ver Cuadro 2).

Cabe mencionar que los bancos españoles con subsidiarias en el Perú, Santander y BBVA, aprobaron ambos ejercicios de estrés; particularmente, los resultados del ejercicio de julio de 2011 mostraron que los ratios de capital de Nivel 1 (capital social suscrito y utilidades con compromiso de capitalización) alcanzarían el 8,4% y 9,2% de sus Activos Ponderados por Riesgo-APR, hacia fines de 2012; niveles superiores al umbral establecido por los reguladores de 5% de los APR.

**Cuadro 2
EJERCICIOS DE ESTRÉS A LA BANCA EUROPEA**

Fecha	Bancos analizados	Países participantes	Umbral de capital (nivel 1)	Nro. de bancos "insolventes"	Capitalización necesaria para bancos "insolventes" (Millones de euros)
Julio 2010	91	20	6% de APR	7	3 500
Julio 2011	90	21	5% de APR	8	2 500

Fuente: EBA.

El 26 de octubre último, los presidentes de la zona del Euro anunciaron un tercer paquete de medidas¹² para solucionar el reciente episodio de crisis fiscales y bancarias, el cual se caracteriza principalmente por la condonación voluntaria por parte de los bancos del 50% de la deuda de Grecia, la capitalización del sistema bancario europeo exigiendo un ratio de capital de 9% hacia junio de 2012 (adelantándose así a las exigencias del Acuerdo de Capital de Basilea III, lo que significaría un aumento de capital de US\$ 146 mil millones) y el refuerzo de la capacidad prestataria del *European Financial Stability Fund (EFSF)* a través del aseguramiento de bonos soberanos (venta de protección de riesgo de crédito a los tenedores).

En el caso de la reforma bancaria, para alcanzar el límite exigido (9% de los APR), los bancos deberán buscar capital de fuentes privadas (por ejemplo, conversión de instrumentos de deuda en capital), y de ser necesario, los gobiernos deberán inyectar capital a través del EFSF.

12 En mayo de 2010, se creó el *European Financial Stability Fund* para ayudar a los países con problemas fiscales y en julio de 2011, se decidió reducir las tasas de interés a Grecia.





Recuadro 2 CRISIS FINANCIERAS RECIENTES Y SU EFECTO CONTAGIO EN EL MERCADO DOMÉSTICO DE RENTA VARIABLE

Debido a que la crisis financiera *subprime* (setiembre de 2008 – junio de 2009) generó importantes efectos sobre el mercado financiero peruano, es importante conocer si la actual crisis de deuda europea (que se inició en abril de 2010 en Grecia) podría tener efectos similares sobre las variables financieras domésticas, en especial en el mercado de acciones.

Indicadores Financieros Globales

Analizando los principales indicadores financieros de los mercados de renta variable (MSCI World Index, S&P 500 y FTSE All Share Index), de derivados de crédito de gobiernos (*Credit Default Swaps*-CDS de Alemania y Grecia) y de riesgo de crédito del sistema bancario (*spread* LIBOR – *Overnight Indexed Swap-OIS 3 months*), se puede concluir que en el periodo de la crisis financiera *subprime* (setiembre de 2008 – junio de 2009) se registró una mayor volatilidad (medida a través de la desviación estándar de las variables) en los mercados financieros en comparación con la reciente crisis europea (abril de 2010 – a la fecha).

Para medir la actual incertidumbre en los mercados internacionales se utiliza el Índice VIX, el cual mide la volatilidad en el mercado accionario de EE.UU. Se observa que este índice ha presentado una mayor variación durante la crisis *subprime* (12,8) en comparación con la crisis de deuda europea (7,2), tal como se muestra en el Cuadro 1.

Cuadro 1 INDICADORES FINANCIEROS GLOBALES

Indicador	Crisis Sub Prime 2008				Crisis Europea 2010-2011				
	Set.08	Jun.09	Máx.	Desviación Standard	Abr.10	Ago.11	Oct.11	Máx	Desviación Standard
VIX	47	33	81	13	23	48	33	48	7
MSCI World Index	1 336	1 000	1 336	136	1 242	1 306	1 186	1 392	95
S&P 500	1 283	946	1 283	127	1 217	1 292	1 201	1 364	92
FTSE All Share Index	2 869	2 298	2 869	211	2 989	3 026	2 805	3 161	178
Spread Libor OIS 3M (p.b.)	246	45	366	73	13	24	32	34	7
Alemania CDS 5Y (p.b.)	12	38	91	20	48	87	93	119	17
Grecia CDS 5Y (p.b.)	62	166	298	68	849	2 297	3 536	5 047	627
Prima de Riesgo Esperada (p.b.)	422	594	768	108	416	592	764	764	69

Fuente: Bloomberg, Damodaran. Elaboración: Propia.

Por otro lado, la revisión de los indicadores financieros globales no permite concluir si los actuales niveles de incertidumbre son similares a los registrados en la crisis *subprime*; ya que el Índice VIX se mantiene en niveles inferiores (alrededor de 30) a los reportados en el peor momento de la crisis anterior (niveles de 80 entre setiembre-octubre de 2008 por la liquidación

de *Lehman Brothers*), pero la prima de riesgo que exigen los inversionistas a la bolsa sobre el retorno del activo libre de riesgo sí alcanzó el nivel máximo de marzo de 2009 (760 pbs).



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Damodaran.

Efecto Contagio de la crisis *subprime* sobre el mercado bursátil doméstico

La crisis financiera *subprime* se manifestó en diversas formas sobre las variables financieras domésticas (depreciación de la moneda local, aumento de las tasas de interés de corto plazo), por lo que se considera importante cuantificar el “efecto contagio” que generó sobre los precios de las acciones que se negocian en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), dado que los mercados bursátiles proveen de información prospectiva (*forward-looking*) del estado de la economía “real”.

Para ello, se utilizó una definición de que el contagio se produce cuando las correlaciones entre las variables financieras de dos o más países aumentan en periodos de estrés en comparación con las correlaciones en periodos normales¹³.

La correlación entre las rentabilidades del índice bursátil local (Índice General de la BVL) y extranjero (S&P 500) se midió a través de un indicador de Correlación Condicional Dinámica (DCC, por sus siglas en inglés) proveniente de un modelo GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity)¹⁴, con los objetivos de eliminar la sobreestimación de las correlaciones en caso se utilicen coeficientes de correlación estándar (Covarianza de las variables sobre el producto de sus respectivas Desviaciones Estándar) y de capturar los cambios en los niveles de la volatilidad de los mencionados índices bursátiles.

Así, el modelo empleado evalúa la hipótesis nula de la no-existencia de contagio comparando el coeficiente de correlación DCC del Índice General de la BVL y del S&P 500 en dos sub muestras de tiempo denominadas “Pre-crisis” (de marzo de 2006 a agosto de 2008) y “Crisis” (de setiembre de 2008 a junio de 2009).

13 Forbes, Kristin J., and Roberto Rigobon, 2001, “*Measuring contagion: Conceptual and empirical issues*, in Stijin Claessens, and Kristin J. Forbes, eds.: *International Financial Contagion* (Kluwer Academic Publishers, Norwell, MA)

14 Engle, Robert; Sheppard, Kevin. 2001, “*Theoretical and Empirical Properties of Dynamic Conditional Correlation Multivariate GARCH*,” University of California at San Diego, *Economics Working Paper Series* 542522.





Como se aprecia en el Gráfico 3, el coeficiente de correlación DCC muestra un aumento en su tendencia en el periodo de análisis. El coeficiente se incrementa de un nivel promedio de 0,24 en el periodo “pre crisis” a uno de 0,37 en el periodo de “crisis”; lo que comprueba el efecto contagio desde el mercado de valores norteamericano al mercado peruano. Al realizarse este mismo análisis con otros países de la región (Brasil y Chile), los DCC hallados para “pre-crisis” (0,69 y 0,49, respectivamente) no difieren de los de “crisis” (0,74 y 0,51, respectivamente). Este hallazgo para el caso brasileño señalaría una fuerte dependencia de su bolsa a la de EE.UU. tanto en los periodos normales como en los de turbulencia financiera. En la literatura económica, se conoce a este hecho como interdependencia¹⁵, la cual no es observada en el caso peruano debido al relativo menor nivel de desarrollo y profundidad del mercado de capitales.



15 Forbes, Kristin J., and Roberto Rigobon, 2002, “No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements, *The Journal of Finance* Vol LVII No 5.

II. SITUACIÓN DE DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO

Los hogares y las empresas del sector no financiero mostraron resultados favorables que contribuyen a preservar la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, la dolarización de los créditos hipotecarios y de algunos segmentos de las empresas hace necesaria la adopción de medidas preventivas para favorecer el crecimiento estable del sistema financiero.

II.1 Hogares

7. **La tasa de crecimiento anual de la deuda de consumo continuó incrementándose, aunque con tendencia a estabilizarse, alcanzando una tasa anual de 21,2% en setiembre de 2011.** Por su parte, la tasa de crecimiento anual de la deuda hipotecaria se ha estabilizado en los últimos meses (en alrededor de 28%)¹⁶.



El incremento de la deuda de consumo se dio tanto por los préstamos cuota¹⁷ como por los préstamos otorgados a través de tarjetas de crédito, los cuales sumados representan alrededor del 98% del total de créditos de consumo. Ello está acorde con el aumento (de 53 a 59) del Índice de Confianza del Consumidor (ICC), elaborado por Ipsos Apoyo. Por su parte, la deuda bajo la modalidad de préstamos cuota mantiene una mayor participación (63,8% del total de la deuda de consumo). Cabe mencionar

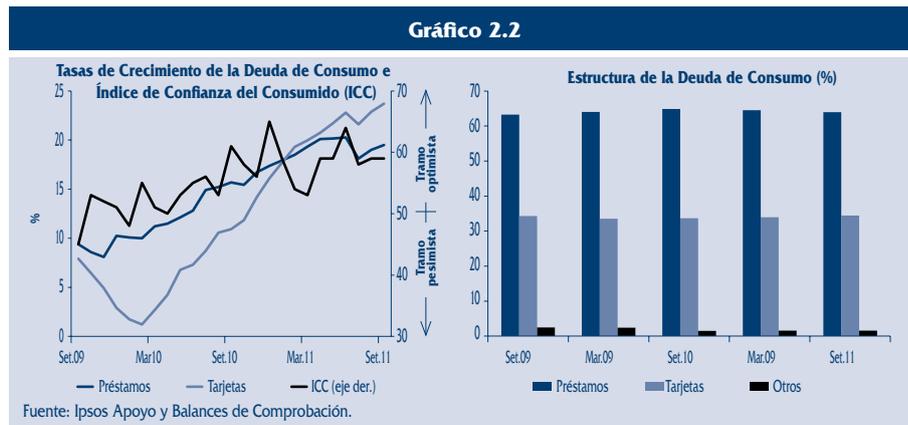
16 La tasa de crecimiento anual de los créditos de consumo es inferior a la registrada en el periodo de la agudización de la crisis financiera internacional (setiembre 2008) cuando alcanzó el 30,5%; en contraste, la tasa de crecimiento anual de la deuda hipotecaria es superior a la observada en dicho periodo (24,9%).

17 Créditos otorgados a las personas naturales, mediante la suscripción de un contrato y que se amortizan en cuotas periódicas o con vencimiento único. La finalidad de estos créditos es atender pagos de bienes, servicios y gastos no relacionados con una actividad empresarial.

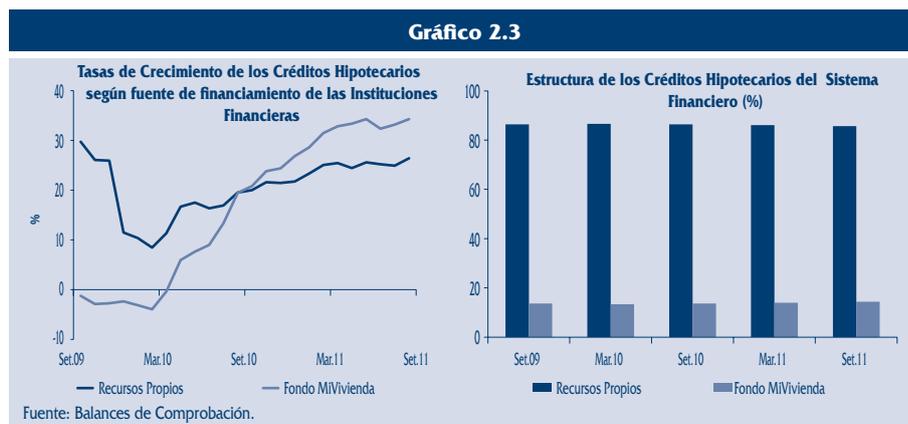




que, en el Perú, las principales tarjetas de crédito asociadas a supermercados y otros comercios son emitidas por empresas de operaciones múltiples autorizadas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, para lo cual estas empresas deben cumplir con los requisitos de solvencia, liquidez y administración de riesgos que señala el regulador bancario (ver Recuadro 3).



8. **La estabilización de la tasa de crecimiento anual de la deuda hipotecaria de los hogares ocurrió tanto en los créditos otorgados por las instituciones financieras con sus propios recursos como en los otorgados con los del Fondo MiVivienda.** Por su parte, la estructura de este tipo de deuda es muy estable; siendo el financiamiento con recursos propios de las instituciones financieras el que alcanza una mayor participación (85,6% de la deuda hipotecaria).



9. **Por monedas, se observó un mayor crecimiento de la deuda en moneda nacional respecto a aquella en moneda extranjera, reflejando la mayor preferencia de los hogares a endeudarse en nuevos soles. En ese sentido, el grado de dolarización de la deuda total de los hogares en el sistema financiero disminuyó en el semestre, de 25,5% a 24,9%.**

La mayor desdolarización ocurrió en la deuda hipotecaria (de 51,1% a 49,7% del total de la deuda hipotecaria); no obstante, este nivel sigue siendo elevado. Por otro lado, la proporción de deuda de consumo que está en dólares es baja (8,7% del total de la deuda de consumo); excepto en los créditos vehiculares, los que registran un nivel de dolarización del 66%.

Cuadro 2.1
CRÉDITO A LOS HOGARES
(Millones de S/.)

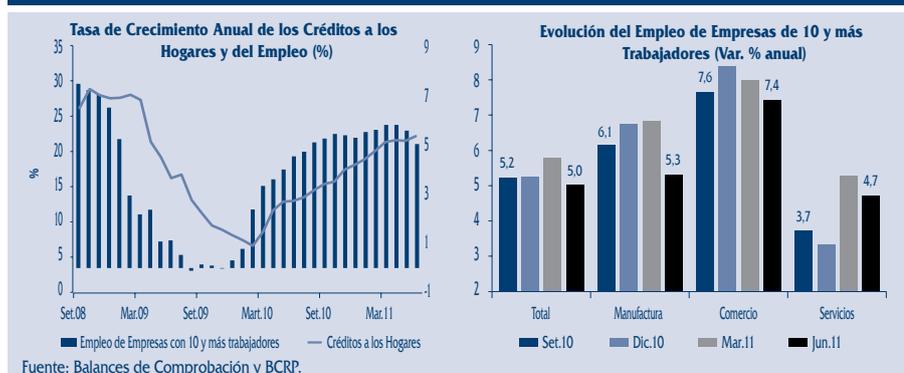
	Set.09	Set.10	Mar.11	Set.11	Set.11 / Set.10	
					Flujo	Var. %
Total 1/	33 195	38 680	43 205	47 854	9 174	23,7
Consumo	20 958	23 748	26 211	28 771	5 023	21,1
% Dolarización	11,0%	9,3%	9,0%	8,9%		
Hipotecario	12 236	14 931	16 994	19 083	4 152	27,8
% Dolarización	59,3%	52,6%	51,2%	49,9%		
En Moneda Nacional	23 634	28 612	32 127	35 774	7 162	25,0
Consumo	18 654	21 533	23 839	26 220	4 687	21,8
Hipotecario	4 980	7 079	8 288	9 554	2 476	35,0
En Moneda Extranjera 2/	9 561	10 068	11 078	12 080	2 012	20,0
Consumo	2 304	2 215	2 372	2 551	336	15,2
Hipotecario	7 256	7 853	8 706	9 529	1 676	21,3

1/ Incluyen los créditos de consumo del Banco de la Nación.
2/ Saldos estimados con tipo de cambio de setiembre de 2011.
Fuente: Balances de Comprobación.

10. En el último semestre, se mantuvo la relación entre el crecimiento del empleo y del nivel de deuda de los hogares. Por su parte, las tasas de crecimiento de ambas variables son ligeramente inferiores a las ocurridas durante la agudización de la crisis financiera internacional en 2008.

Asimismo, continuó destacando el crecimiento del empleo en el sector comercio y manufactura. Cabe mencionar que todos los sectores presentan tasas de crecimiento del empleo superiores a las de fines de 2009.

Gráfico 2.4





11. A setiembre de 2011, las personas que tienen únicamente deuda de consumo representan la mayor parte de deudores en el segmento de hogares (95,1%); aunque el monto de su deuda alcanza una menor participación (52% de la deuda total de los hogares). Por su parte, las personas que cuentan únicamente con deuda hipotecaria representan tan solo el 1,6% de los deudores, pero su deuda representa el 11,1% de la deuda total de los hogares¹⁸.

Cuadro 2.2
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE LOS HOGARES A SETIEMBRE DE 2011

	Sólo Hipotecario	Sólo Consumo	Consumo e Hipotecario	Total Deuda de los Hogares
Número de deudores	53 505	3 126 873	107 686	3 288 064
Saldo Deuda (millones de S/.)	5 009	23 427	16 604	45 041
Deuda Promedio (miles de S/.)	93,6	7,5	154,2	13,7
Cartera Morosa (% Deuda)	2,3	4,2	1,2	2,9
Cartera de Alto Riesgo (% Deuda)	3,9	8,5	2,9	5,9

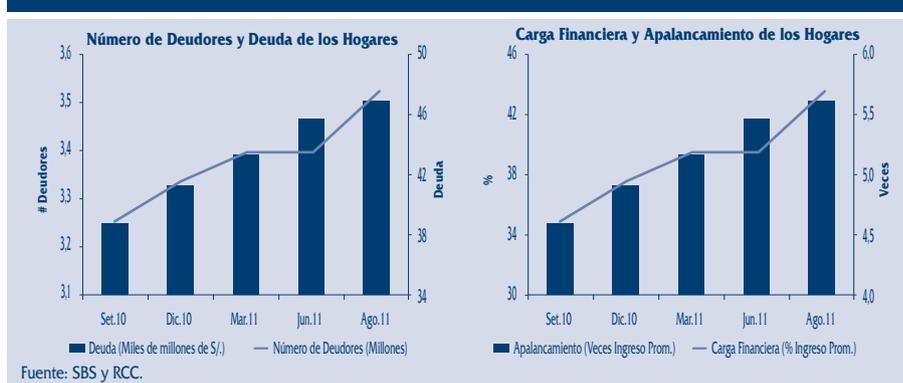
Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

Es importante señalar que, si bien las personas que tienen tanto créditos de consumo como hipotecarios representan el 3,3% del total de deudores de este segmento, concentran el 36,9% de la deuda total de los hogares y su deuda promedio alcanza los S/. 154 191.

Cabe indicar que los deudores que tienen únicamente créditos de consumo son los que presentan la mayor cartera de alto riesgo o CAR¹⁹ (8,5%); mientras que aquellos deudores que tienen tanto deuda de consumo como hipotecaria registran la menor CAR (2,9%).

12. En el semestre, se observó un mayor número de deudores del sector hogares, en línea con el mayor monto de su deuda. Asimismo, se observan indicadores financieros estables en dicho sector.

Gráfico 2.5



18 Ello se debe a que la deuda promedio de los deudores que sólo tienen créditos de consumo es menor que la de los que tienen únicamente créditos hipotecarios (S/. 7 492 versus S/. 93 618).

19 La cartera de alto riesgo agrega los créditos de los deudores con clasificación de riesgo deficiente, dudoso y pérdida.

Los niveles de carga financiera (cuota promedio / ingreso promedio) y apalancamiento (deuda promedio / ingreso promedio) reflejan la capacidad del deudor de pagar el crédito durante todo su periodo de vida y la capacidad de endeudamiento total que tiene la persona, respectivamente. Para estimar ambos indicadores, se ha construido una variable proxy del ingreso promedio de las personas, utilizando para ello la información de los aportes al Sistema Privado de Pensiones²⁰.

En ese sentido, en el último semestre y en promedio, el nivel de apalancamiento (5,7 veces) así como la carga financiera (40,3%) de los hogares son ligeramente superiores a los del semestre anterior (alrededor de 5,2 veces y 37,3%, respectivamente).

Un hogar puede estar sobreendeudado si la suma de su carga financiera de la deuda no garantizada (de consumo) y garantizada (hipotecaria) supera el 50% de los ingresos brutos mensuales del hogar. De este modo, se observa que, en promedio, el nivel de carga financiera es aún adecuado; sin embargo, es importante seguir monitoreando el endeudamiento de los hogares, evaluándolo además a nivel microeconómico. Por su parte, al ser nuestro análisis a nivel de deudor y no del hogar, se espera que en los hogares en los que más de una persona genera ingresos, en promedio, la carga financiera sea menor.

Cabe destacar que ambos indicadores son muy sensibles a choques (positivos o negativos) que afectan el ingreso de las personas. Por ejemplo, una mejora en el ingreso permite un monto de carga financiera mensual mayor así como amplifica la capacidad crediticia total de la persona (el incremento es igual a la variación del ingreso multiplicado por su nivel de apalancamiento), manteniendo el mismo porcentaje de carga financiera y ratio de apalancamiento.

13. Las condiciones de otorgamiento de crédito hipotecario se han flexibilizado en comparación con las que existían hace algunos años, con la finalidad de dinamizar este segmento y acorde con la mejora de los ingresos de los hogares. Por su parte, sus ratios de morosidad se encuentran en niveles bajos.

Las entidades financieras, principalmente los bancos más grandes²¹, vienen otorgando créditos hipotecarios requiriendo un ratio *loan to value* (LTV) de hasta 90%²², cuando hace pocos años era de hasta 80%. Este indicador captura la

20 Este cálculo corresponde al ingreso de las personas que tienen un empleo adecuado, los que a su vez, tienen un mayor acceso al mercado crediticio.

21 Los cuatro bancos de mayor tamaño concentran el 88% del total de créditos hipotecarios del sistema financiero.

22 El ratio LTV indica el monto que la institución financiera presta al solicitante del crédito como porcentaje del valor del inmueble. Por ejemplo, si un banco le presta S/. 80 mil a una persona para la compra de un departamento cuyo valor (sustentado por su respectiva tasación) es de S/. 100 mil; entonces, el ratio LTV es de 80%.



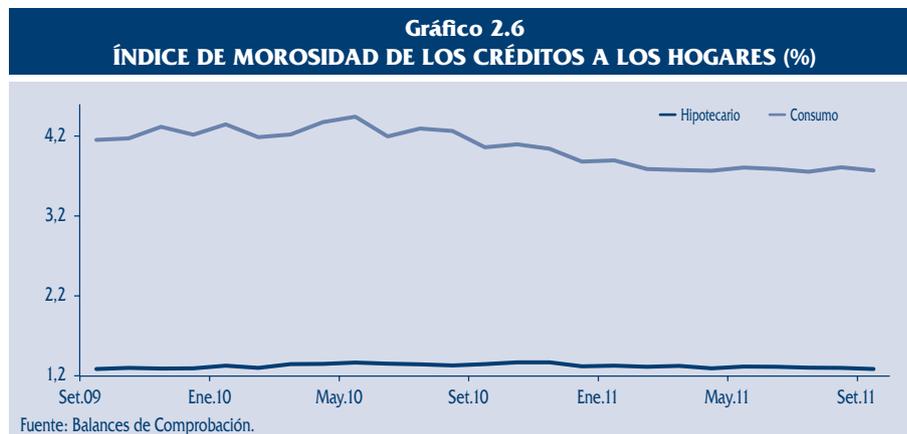


capacidad del prestatario de cancelar su crédito al vender la vivienda, así como la capacidad de que la entidad financiera para recuperar el crédito en caso de incumplimiento del deudor²³.

En ese sentido, el mayor ratio LTV indicaría que las entidades financieras asumen que es relativamente fácil vender la vivienda hipotecada bajo un contexto de incremento del precio de las viviendas²⁴. Sin embargo, estos mayores precios hacen que el cliente demore más de lo usual en juntar una cuota inicial, hecho que es usado por las instituciones financieras para justificar el mayor ratio LTV para mantener el dinamismo del mercado inmobiliario, aunado a los mayores plazos de financiamiento²⁵ y tasas de interés más bajas.

Cabe mencionar que, en la práctica, el ratio de LTV suele ser menor debido a que las personas estarían aportando una mayor cuota inicial ya sea para negociar una menor tasa de interés ó para reducir su carga financiera mensual²⁶.

14. La cartera morosa como porcentaje del crédito a los hogares se mantuvo estable en el semestre marzo-setiembre 2011, a diferencia del anterior semestre en el cual se registró una disminución. Ello ocurrió tanto en la cartera de consumo como en la hipotecaria.



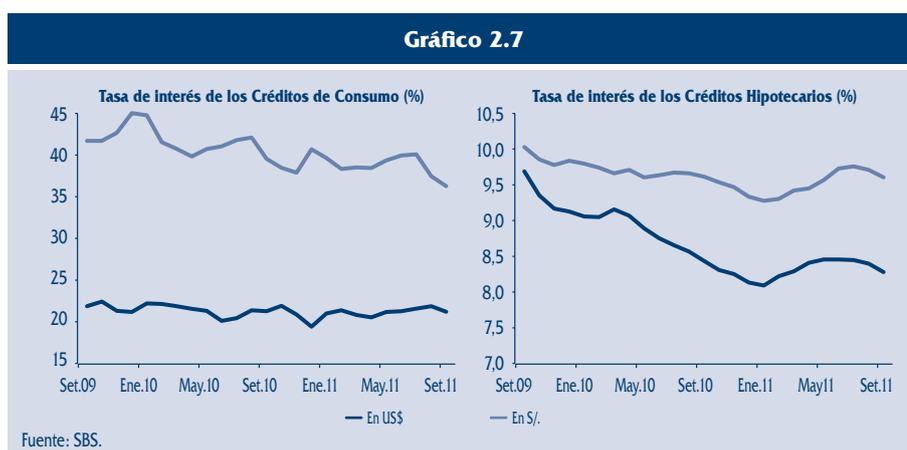
23 Las instituciones financieras no financian el 100% del valor del inmueble debido a que prefieren tener un margen en caso de que el valor real del inmueble se reduzca; ello debido a que, al funcionar la misma vivienda como garantía, también se reduce el valor de esta garantía.

24 En contraste, si bien un menor LTV reduciría la probabilidad de incumplimiento así como el monto expuesto, también racionaría el otorgamiento de los créditos hipotecarios.

25 Los plazos de los créditos son usualmente hasta 25 años, y en algunas instituciones, hasta 30 años.

26 Los clientes que tienen una capacidad de pago mensual menor a la que requieren para comprar una vivienda, necesitan pagar una mayor cuota inicial para reducir su carga financiera mensual.

15. **No obstante, estos niveles de morosidad son relativamente bajos.** Ello refleja la mejora en la capacidad de pago de los hogares por la continua mejora del empleo, lo que reduce la percepción del riesgo de los hogares por parte de las entidades financieras. Como consecuencia, las tasas de interés de los créditos hipotecarios y de consumo, tanto en soles como en dólares, se mantuvieron estables en el semestre.



II.2 Empresas

16. **En el primer semestre de 2011, las empresas corporativas prosiguieron con el fortalecimiento de sus indicadores financieros.** Sus ventas y rentabilidad fueron favorecidos por el desempeño del gasto privado, en particular del consumo privado.

Los niveles de demanda en 2010 y en el primer semestre de 2011, sumados a la recuperación de las expectativas empresariales tras el proceso electoral, determinaron el interés de las empresas por desarrollar planes de inversión para ampliar sus operaciones y capacidad productiva. Asimismo, las empresas calificaron su situación financiera como favorable y no reportaron dificultades en el acceso a fuentes de financiamiento²⁷.

Para el período 2011 – 2013, el total de anuncios de proyectos de inversión por parte de las empresas corporativas de los diversos sectores económico asciende a US\$ 47 693 millones (empresas mineras US\$ 27 757 millones, empresas eléctricas US\$ 7 010 millones, empresas industriales US\$ 2 537 millones, sector infraestructura US\$ 3 079 millones y otros sectores US\$ 7 310 millones)²⁸.

27 Ver Nota de Estudios N° 52: Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas – Setiembre 2011 en www.bcrp.gob.pe

28 Ver Reporte de Inflación de setiembre de 2011, cuadro 14: “Anuncio de Ejecución de principales Proyectos de Inversión: 2011-2013”, página 49.





17. La amplia liquidez de las entidades financieras e inversionistas institucionales, sumado al margen de acción que dispone el BCRP para proveer de liquidez al sistema financiero, aseguran la disponibilidad de recursos a las empresas corporativas a través de préstamos bancarios o de la emisión de bonos y papeles comerciales. El acceso al financiamiento se da a un costo financiero atractivo dado el entorno de bajas tasas de interés internacionales, por lo que se espera que los gastos financieros de las empresas se mantengan reducidos y que no presenten problemas significativos en cumplir con sus obligaciones financieras.

18. Asimismo, los indicadores del ciclo de negocios, medidos por el plazo promedio de las cuentas por cobrar y del pago a proveedores en número de días, descendieron levemente en el primer semestre de 2011 para los sectores analizados. De este modo, no se espera la ocurrencia de problemas en el funcionamiento de la cadena de pagos de la economía, como tampoco se observó durante la crisis financiera internacional 2008-2009.

19. Las empresas industriales mostraron una aceleración del crecimiento de sus ventas, una ligera alza en su rentabilidad y una mejor cobertura de sus obligaciones financieras (medida por el ratio utilidad operativa / gastos financieros) en el primer semestre de 2011. Destaca la importancia de los préstamos bancarios dentro de la estructura de pasivos de las empresas industriales (46% del total de los pasivos a junio de 2011) que además ha ampliado su participación respecto a la emisión de bonos y papeles comerciales, y del financiamiento a través de proveedores.

Las ventas de las empresas de alimentos y bebidas se beneficiaron del dinamismo del consumo privado aunque los márgenes se vieron presionados por los mayores costos de la materia prima e insumos.

20. La expectativa de crecimiento de estas empresas se basa en las proyecciones de crecimiento del ingreso nacional disponible y en que el actual consumo per cápita en el país de los principales bienes pertenecientes al rubro de alimentos y bebidas se encuentra todavía por debajo de los niveles regionales. Debido a ello, se espera que este sector realice inversiones con miras a ampliar su capacidad productiva para hacer frente a la mayor demanda futura esperada.

Las empresas relacionadas al sector construcción registraron en algunos casos una desaceleración en el ritmo de sus ventas. Si bien continuó el impulso en el desarrollo de centros comerciales y en la construcción de viviendas para el segmento medio de la población, la débil ejecución del gasto público por parte de los nuevos gobiernos regionales y locales afectó a las empresas del sector y a las empresas proveedoras de insumos de este sector.

Cuadro 2.3
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES

	2007	2008	2009	2010	2011 1/
Indicadores de Ventas y Rentabilidad					
- Ventas (Millones de S/.)	37 828	46 914	41 261	48 456	27 801
Var. % Anual		24%	-12%	17%	23%
- Margen operativo 2/	12%	10%	11%	12%	12%
- ROE	16%	13%	15%	18%	20%
Indicadores de Apalancamiento, Solvencia, Liquidez y Estructura de Pasivos					
- Pasivos / Patrimonio Neto	99%	128%	105%	108%	113%
- Pasivos / Ventas	44%	47%	51%	51%	48%
- Utilidad operativa / Gastos Financieros	5,2	2,2	3,5	7,0	8,1
- Liquidez Ácida 3/	0,9	0,7	1,0	0,9	0,8
- Estructura de los pasivos (Como % del total)					
Préstamos bancarios	38%	50%	42%	42%	46%
Bonos y papeles comerciales	17%	12%	15%	15%	13%
Proveedores	17%	16%	17%	21%	18%
Otros 4/	28%	21%	26%	22%	23%
- Pasivos de corto plazo (Como % del total de pasivos)	65%	69%	57%	61%	62%
Indicadores del ciclo de negocio (Plazo promedio en número de días)					
- Inventarios	133	155	115	128	137
- Cuentas por cobrar	45	45	44	43	44
- Pago a los proveedores	46	65	73	71	56

1/ A junio de 2011.

2/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

3/ Mide la capacidad más inmediata que posee una empresa para enfrentar sus compromisos de corto plazo. Se calcula como la división del activo corriente (excluyendo los inventarios) entre el pasivo corriente.

4/ Incluye deudas con la casa matriz o empresas relacionadas, impuestos diferidos, gastos devengados, pasivos laborales, etc.

Fuente: Economática.

21. Las empresas textiles enfrentaron un entorno que presenta mayores retos debido a la menor demanda externa, principalmente de EE.UU. Se espera que los esfuerzos empresariales continúen orientados a: la optimización de procesos de producción, el manejo eficiente de inventarios, el control de los costos de fabricación, el ingreso a nuevos nichos de mercado con productos de mayor valor agregado (como los tejidos y prendas de vicuña y alpaca) y una diversificación geográfica de las ventas del exterior a través de una mayor presencia en los mercados de Brasil, Colombia, Chile y Argentina.

22. Las empresas mineras cuentan con una sólida posición de liquidez, gracias a los altos precios de los minerales, que les permitiría financiar el desarrollo de nuevos proyectos. Estas empresas disponen de recursos propios y de una amplia capacidad de endeudamiento (dado su bajo apalancamiento actual) para ejecutar su programa de inversiones, efectuar mayores exploraciones, ampliar la capacidad de producción de las minas existentes y desarrollar nuevos yacimientos.





Cuadro 2.4
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS MINERAS

	2007	2008	2009	2010	2011 1/
Indicadores de Ventas y Rentabilidad					
- Ventas (Millones de S/.)	26 226	24 818	21 598	29 145	16 874
Var. % Anual		-5%	-13%	35%	33%
- Margen operativo 2/	63%	47%	49%	59%	55%
- ROE	51%	35%	31%	41%	41%
Indicadores de Apalancamiento, Solvencia, Liquidez y Estructura de Pasivos					
- Pasivos / Patrimonio Neto	33%	42%	33%	33%	22%
- Pasivos / Ventas	30%	43%	43%	38%	25%
- Utilidad operativa / Gastos Financieros	34,8	10,2	15,6	49,8	66,3
- Liquidez Ácida 3/	2,8	2,9	3,5	4,0	5,4
- Estructura de los pasivos (Como % del total)					
Préstamos bancarios	25%	37%	25%	28%	17%
Bonos y papeles comerciales	7%	3%	3%	3%	3%
Proveedores	11%	12%	11%	12%	13%
Otros 4/	56%	47%	60%	57%	67%
- Pasivos de corto plazo (Como % del total de pasivos)	59%	54%	56%	66%	66%
Indicadores del ciclo de negocio (Plazo promedio en número de días)					
- Inventarios	96	97	99	102	103
- Cuentas por cobrar	34	22	37	40	35
- Pago a los proveedores	38	41	35	45	35

1/ A junio de 2011.

2/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

3/ Mide la capacidad más inmediata que posee una empresa para enfrentar sus compromisos de corto plazo. Se calcula como la división del activo corriente (excluyendo los inventarios) entre el pasivo corriente.

4/ Incluye deudas con la casa matriz o empresas relacionadas, impuestos diferidos, gastos devengados, pasivos laborales, etc.

Fuente: Economática.

Sin embargo, las inversiones mineras podrían verse rezagadas por conflictos ambientales²⁹.

23. Las empresas de servicios públicos tuvieron un ligero crecimiento de sus ventas y una leve reducción de sus niveles de endeudamiento y apalancamiento en el primer semestre de 2011. La mayor demanda por energía eléctrica y servicios de telefonía fue compensada por una reducción de los precios de venta. El desempeño financiero de las empresas generadoras y distribuidoras de energía eléctrica seguirá acorde al ritmo de crecimiento de la demanda por energía que depende del dinamismo de la economía.

29 La minería de cobre posee los principales proyectos de inversión, los que incrementaría significativamente la producción minera del país en los próximos años, permitiendo acortar la brecha de producción respecto a Chile. A la fecha, importantes proyectos como Toromocho, Antapaccay, Las Bambas, Quellaveco, La Arena, Minas Conga ya han recibido la aprobación de sus estudios de impacto ambiental, mientras que otros proyectos como Galeno, Río Blanco y Cañariaco se encuentran en la fase de exploración y de realización de estudios de factibilidad. Además, existen planes de ampliación de las principales minas productoras actuales como Antamina, Toquepala, Cuajone y Cerro Verde.

Las empresas de servicios públicos se caracterizan por su activa presencia en el mercado de capitales tanto en términos de saldo vigente de deuda emitida como por número y monto de emisiones ³⁰.

Cuadro 2.5
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS PÚBLICOS

	2007	2008	2009	2010	2011 1/
Indicadores de Ventas y Rentabilidad					
- Ventas (Millones de S./.)	14 177	15 836	16 318	16 463	8 531
- Var. % Anual		12%	3%	1%	5%
- Margen operativo 2/	15%	22%	25%	24%	24%
- ROE	7%	13%	17%	16%	17%
Indicadores de Apalancamiento, Solvencia, Liquidez y Estructura de Pasivos					
- Pasivos / Patrimonio Neto	110%	103%	104%	103%	93%
- Pasivos / Ventas	121%	112%	109%	109%	102%
- Utilidad operativa / Gastos Financieros	2,6	2,5	4,4	4,6	6,9
- Liquidez Ácida 3/	0,8	0,9	0,8	1,1	1,1
- Estructura de los pasivos (como % del total)					
Préstamos bancarios	37%	37%	38%	36%	36%
Bonos y papeles comerciales	20%	22%	23%	24%	22%
Proveedores	10%	13%	13%	15%	14%
Otros 4/	33%	28%	26%	25%	28%
- Pasivos de corto plazo (Como % del total de pasivos)	37%	35%	35%	35%	38%
Indicadores del ciclo de negocio (Plazo promedio en número de días)					
- Cuentas por cobrar	50	59	56	57	50
- Pago a los proveedores	49	59	58	57	55

1/ A junio de 2011.

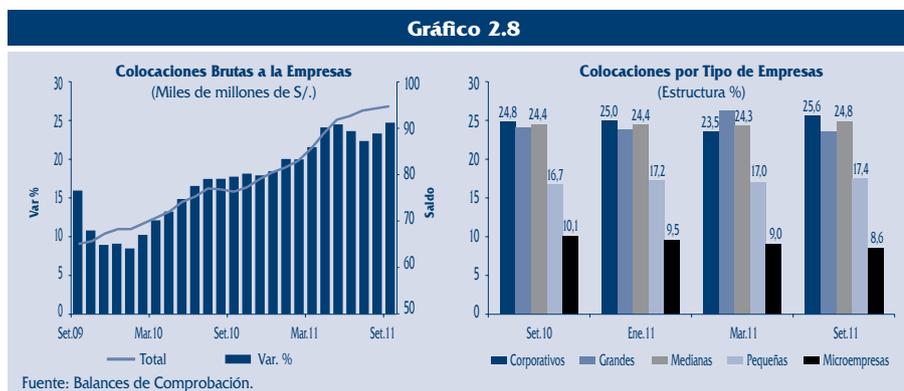
2/ Utilidad operativa como porcentaje de las ventas.

3/ Mide la capacidad más inmediata que posee una empresa para enfrentar sus compromisos de corto plazo. Se calcula como la división del activo corriente (excluyendo los inventarios) entre el pasivo corriente.

4/ Incluye deudas con la casa matriz o empresas relacionadas, impuestos diferidos, gastos devengados, pasivos laborales, etc.

Fuente: Económica.

24. Entre marzo y setiembre de 2011, el dinamismo de la inversión privada incrementó la demanda por financiamiento de las empresas no financieras. De ahí que la deuda de dichas empresas con el sistema financiero se incrementara en los últimos seis meses en 10,9%.



30 Las empresas más representativas del sector: Edegel, Edelnor, Luz del Sur, Telefónica del Perú, Telefónica Móviles y Enersur figuran entre los principales emisores del mercado de capitales local.





25. Entre marzo y setiembre de 2011 el número de empresas que obtuvieron financiamiento del sistema financiero se incrementó en 6,9%. Por tamaño de empresa³¹, se dio principalmente en microempresas y pequeñas empresas.

El saldo de deuda con el sistema financiero del grupo de empresas corporativas y grandes empresas se incrementó en 7,0% durante el periodo marzo – setiembre de 2011. Para ese mismo período, el saldo de la deuda otorgada por el sistema financiero a las microempresas aumentó en 5,2%.

Respecto a la deuda promedio por tipo de empresa, se dio un fuerte incremento en empresas corporativas en 35,4%, mientras que en las medianas se redujo 1,5%.

Cuadro 2.6
CARACTERÍSTICA DE LA DEUDA DE EMPRESAS

	Set.10			Mar.11			Set.11		
	Nº de deudores	Saldo deuda (Millones S/.)	Deuda promedio (Miles S/.)	Nº de deudores	Saldo deuda (Millones S/.)	Deuda promedio (Miles S/.)	Nº de deudores	Saldo deuda (Millones S/.)	Deuda promedio (Miles S/.)
Corporativos	258	18 684	72 418	359	18 081	50 364	321	21 890	68 193
Grandes Empresas	1 707	19 786	11 591	1 813	23 687	13 065	1 710	22 820	13 345
Medianas Empresas	13 911	19 050	1 369	15 425	21 973	1 425	17 106	24 013	1 404
Pequeñas Empresas	215 453	12 783	59	247 962	14 631	59,0	275 881	16 568	60,1
Microempresas	1 287 820	7 632	5,9	1 353 917	7 758	5,7	1 435 474	8 164	5,7

Fuente: RCC.

26. La dolarización de la deuda de las empresas en el sistema financiero pasó de 53% en marzo de 2011 a 54,6% en setiembre de 2011. La tasa de crecimiento anual (últimos doce meses) de los préstamos en dólares pasó de un promedio de 19% (entre octubre de 2010 y marzo de 2011) a 29% (entre abril de 2011 y setiembre de 2011); mientras que para aquellos en nuevos soles, este promedio se redujo de 19% a 18%.

El aumento de la dolarización de la deuda se dio en todos los tipos de empresas; excepto en las pequeñas empresas, que la redujeron de 22,4% a 20,6%.

31 Esta clasificación de la deuda por tipo de empresa entró en vigencia en julio de 2010. Aprobado mediante Resolución SBS N° 11356-2008 del 19 de noviembre de 2008.

Cuadro 2.7
DEUDA POR TIPO DE EMPRESA Y POR MONEDAS CON EL SISTEMA FINANCIERO 1/
 (Millones de S/.)

	Set.10	Mar.11	Set.11	Set.11 / Set.10	
				Flujo	Var. %
Total deuda de empresas	76 229	85 730	95 038	18 809	24,7
Moneda Nacional	36 978	40 278	43 179	6 201	16,8
Moneda Extranjera	39 251	45 452	51 860	12 608	32,1
% Dolarización	51,5%	53,0%	54,6%		
Empresas corporativas	18 868	20 156	24 367	5 499	29,1
Moneda Nacional	7 825	8 124	9 105	1 280	16,4
Moneda Extranjera	11 043	12 033	15 262	4 219	38,2
% Dolarización	58,5%	59,7%	62,6%		
Grandes empresas	18 338	22 444	22 382	4 044	22,1
Moneda Nacional	5 752	6 731	5 695	-57	-1,0
Moneda Extranjera	12 586	15 713	16 687	4 101	32,6
% Dolarización	68,6%	70,0%	74,6%		
Medianas empresas	18 621	20 794	23 546	4 925	26,4
Moneda Nacional	6 976	6 892	7 646	670	9,6
Moneda Extranjera	11 645	13 902	15 900	4 255	36,5
% Dolarización	62,5%	66,9%	67,5%		
Pequeñas empresas	12 716	14 586	16 577	3 861	30,4
Moneda Nacional	9 562	11 313	13 165	3 603	37,7
Moneda Extranjera	3 155	3 273	3 412	258	8,2
% Dolarización	24,8%	22,4%	20,6%		
Microempresas	7 686	7 750	8 166	480	6,3
Moneda Nacional	6 863	7 218	7 567	704	10,3
Moneda Extranjera	822	532	599	-224	-27,2
% Dolarización	10,7%	6,9%	7,3%		

1/ Los saldos de moneda extranjera son estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2011.
 Fuente: Balances de Comprobación.

Por sector económico de destino, la deuda de las empresas con el sistema financiero se concentra principalmente en los sectores comercio, transportes, almacenamiento y comunicaciones, agricultura, ganadería, caza y silvicultura, y manufactura.





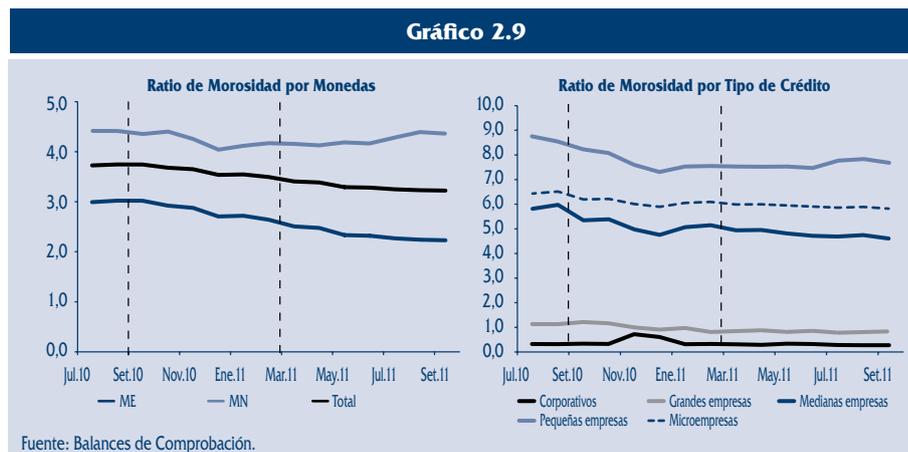
Cuadro 2.8
DEUDA DE EMPRESAS POR SECTOR ECONÓMICO CON EL SISTEMA FINANCIERO

	Estructura porcentual				Set.11 vs Set.10
	Set.09	Set.10	Mar.11	Set.11	
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	9,3	9,5	9,6	9,4	-0,1
Pesca	1,2	0,9	0,8	1,0	0,1
Minería	0,3	0,6	0,7	0,8	0,2
Industria Manufacturera	7,9	6,7	6,6	6,5	-0,2
Electricidad, Gas y Agua	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Construcción	2,1	2,2	2,3	2,3	0,1
Comercio	48,5	42,1	41,3	40,4	-1,7
Hoteles y Restaurantes	3,3	3,7	3,6	3,7	0,0
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	11,8	16,0	15,7	15,9	-0,1
Intermediación Financiera	0,6	0,7	0,7	0,6	-0,2
Act. Empresariales y de Alquiler	4,1	5,6	5,6	5,9	0,3
Administración Pública y Defensa	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0
Enseñanza	0,6	0,7	0,7	0,7	0,1
Servicios Sociales y Salud	0,4	0,7	0,7	0,6	-0,1
Otras Actividades de Servicios Comunitarios	5,7	4,4	4,3	4,0	-0,4
Hogares Privados c/Serv. Doméstico	4,0	5,8	7,1	7,8	2,1
Total Créditos a Actividades Empresariales	100,0	100,0	100,0	100,0	

Fuente: SBS.

27. **En los últimos seis meses se registró una mejora en el riesgo de crédito de las empresas, reflejada en una reducción del ratio de morosidad.** Las pequeñas empresas presentan el mayor ratio de morosidad, mientras que las corporativas muestran uno menor.

Gráfico 2.9



Fuente: Balances de Comprobación.

28. **Las empresas que mayor reducción presentaron en su ratio de morosidad fueron las medianas de 4,89% a 4,51% y las microempresas de 5,96% a 5,83%.** Por el contrario, las pequeñas empresas presentaron un deterioro en su ratio de morosidad de 7,47% a 7,63%.

Cuadro 2.9
RATIO DE MOROSIDAD DE LA DEUDA DE LA EMPRESAS
CON EL SISTEMA FINANCIERO

	Set.10	Mar.11	Set.11	Set.11 vs Mar.11	Set.11 vs Set.10
Total deuda de empresas	3,69	3,26	3,19	-0,08	-0,50
Moneda Nacional	4,37	4,13	4,38	0,25	0,01
Moneda Extranjera	3,05	2,49	2,19	-0,30	-0,85
Empresas corporativas	0,29	0,26	0,21	-0,05	-0,08
Moneda Nacional	0,08	0,06	0,06	-0,01	-0,02
Moneda Extranjera	0,44	0,39	0,30	-0,09	-0,14
Grandes empresas	1,28	0,80	0,78	-0,01	-0,50
Moneda Nacional	0,93	0,27	0,36	0,10	-0,57
Moneda Extranjera	1,44	1,02	0,93	-0,10	-0,51
Medianas empresas	5,34	4,89	4,51	-0,37	-0,83
Moneda Nacional	4,48	4,93	4,87	-0,06	0,38
Moneda Extranjera	5,86	4,86	4,34	-0,52	-1,52
Pequeñas empresas	8,23	7,47	7,63	0,17	-0,59
Moneda Nacional	8,35	7,61	7,87	0,26	-0,48
Moneda Extranjera	7,86	7,00	6,73	-0,27	-1,12
Microempresas	6,27	5,96	5,83	-0,13	-0,44
Moneda Nacional	6,50	6,11	6,07	-0,05	-0,43
Moneda Extranjera	4,42	3,90	2,89	-1,01	-1,53

Fuente: Balances de Comprobación.

Cabe destacar que la baja dolarización de la deuda de las microempresas (7,3%) hace que las variaciones del tipo de cambio tengan un impacto marginal sobre la capacidad de pago de estas empresas. En similar situación están las pequeñas empresas cuya dolarización de su deuda alcanza el 20,6%.

29. En contraste, para el resto de empresas, que presentan una dolarización alrededor de 56%, la apreciación del Nuevo Sol habría influido en la capacidad de pago de estas empresas. Ello, en un contexto de menor dinamismo de la actividad económica de los sectores manufactura, construcción y minería.

30. El mercado de deuda emitida por el sector privado exhibió un ligero repunte en los montos colocados en el segundo trimestre de 2011. Así, las empresas que recurren al mercado de capitales aprovecharon parcialmente las condiciones favorables del mercado para obtener financiamiento de largo plazo por los montos requeridos y a un costo atractivo, dada la amplia liquidez que disponen los inversionistas institucionales.

No obstante, la facilidad para acceder a financiamiento bancario, dada la liquidez y la disposición de otorgar préstamos de la banca, disminuyó el ritmo de emisiones





de instrumentos de deuda. Al respecto, una medida que podría ampliar el número de emisores y reducir el costo del financiamiento sería el funcionamiento de una central de balances de empresas no financieras (Ver Recuadro 4).

31. El monto emitido del segundo trimestre fue explicado principalmente por la colocación de bonos titulizados de Hunt Oil por US\$ 200 millones (US\$ 160 millones a 14 años y 2 meses, y US\$ 40 millones a 3 años y 2 meses). Asimismo, destacó el ingreso del Centro Comercial Mall Aventura Plaza Trujillo como un nuevo emisor del mercado de capitales con la colocación de bonos titulizados por S/. 64,5 millones a un plazo de 10 años.



Recuadro 3
REGULACIÓN DE TARJETAS DE CRÉDITO (LA POLAR, CHILE)

La refinanciación unilateral de las deudas de tarjeta de crédito (TC) de sus clientes realizada por Inversiones SGG, empresa fuera del sistema financiero y dependiente del *holding* La Polar (comercio *retail*), viene generando un importante debate en Chile sobre la necesidad de mejorar la regulación y la supervisión de los emisores de TC y de fortalecer los derechos de los usuarios financieros.

Antecedentes

A inicios del presente año, 460 mil tarjeta-habientes de La Polar presentaron quejas ante el Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC) debido a la modificación, sin previo aviso, de sus condiciones crediticias (tasas de interés y plazos). Funcionarios de Inversiones SGG señalaron en las investigaciones previas que el refinanciamiento unilateral de las deudas vencidas buscó reducir el gasto por provisiones y así, mejorar los resultados de la empresa. Se estima que el sinceramiento de las provisiones demandaría recursos por US\$ 1 142 millones.

Frente a estos hechos, la Superintendencia de Valores y Seguros suspendió la negociación de la acción de La Polar en la bolsa de valores en dos ocasiones (9 y 13 de junio). Desde inicios de año, la acción del *holding* La Polar ha registrado una reducción de 80% aproximadamente; perjudicando marginalmente también los portafolios de los inversionistas institucionales como los Fondos de Pensiones, quienes tenían una exposición a la acción de US\$ 681 millones ó 0,5% del fondo administrado.

Regulación y supervisión vigentes de las empresas emisoras de TC

En Chile, existen dos tipos de empresas emisoras de tarjetas de crédito:

- i) Las empresas del sistema financiero (ESF); y,
- ii) Las empresas fuera del sistema financiero (EFSF) (usualmente casas comerciales), cuyas tarjetas pueden ser utilizadas para compras en comercios vinculados o no vinculados al emisor.

La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) supervisa directamente a las ESF. Sin embargo, la supervisión de la SBIF a las EFSF depende de la modalidad de pago de las EFSF a los comercios no vinculados económicamente (así se busca proteger la cadena de pagos de la economía, garantizando que las EFSF paguen a los comercios no vinculados por las compras realizadas por sus clientes):

- Si el pago es al contado (menos de tres días hábiles), la regulación es menos exigente (por ejemplo, menor capital regulatorio) y la supervisión es delegada por la SBIF a auditores externos.





Cabe señalar que, Inversiones SGG así como el resto de EFSF emisoras de tarjetas de crédito realizan el pago al contado a los comercios no vinculados. Por ende, la supervisión a estas empresas, en la práctica, es efectuada por los auditores externos contratados por las propias EFSF (Price Waterhouse Coopers para el caso La Polar) y las operaciones están afectas a regulaciones menos exigentes.

- Si el pago es al crédito (más de tres días hábiles), la regulación se asemeja a la de las ESF (por ejemplo, criterios de liquidez y solvencia) y la supervisión es efectuada directamente por la SBIF.

En ambos casos, el regulador es el Banco Central de Chile. A setiembre de 2011, existían ocho EFSF que realizaban pagos al contado y no existían EFSF que realizaban pagos al crédito.

SUPERVISIÓN DE LA SBIF A LAS EFSF EMISORAS DE TARJETAS DE CRÉDITO

Criterios	Pago al contado a los comercios no vinculados (hasta tres días hábiles)	Pago al crédito a los comercios no vinculados (más de tres días hábiles)
Supervisor prudencial	SBIF, pero delega sus funciones a auditores externos	SBIF
Capital mínimo	UF 100 mil ó US\$ 4,4 millones (acreditado semestralmente mediante un informe de un auditor externo)	UF 200 mil u US\$ 8,8 millones
Ratio máximo de Apalancamiento	No aplica	12,5 veces (pasivos con comercios no relacionados / capital pagado)
Ratio de liquidez	No aplica	9% (Activos líquidos / pasivos)

Fuente: SBIF. Elaboración: Propia.

Comentarios finales

La situación de inestabilidad de La Polar ha generado una crisis de confianza sobre las empresas de retail y sus negocios financieros que otorgan TC. Por ello, la comisión gubernamental que investiga el caso, se encuentra redactando su informe final que, de acuerdo con lo trascendido, propondrá establecer una Ley de Tarjetas de Crédito No Bancarias, otorgar mayores facultades fiscalizadoras a la SERNAC sobre la protección al cliente financiero y eliminar la supervisión delegada de la SBIF sobre las EFSF, debido a que las casas comerciales se han transformado en proveedores masivos de créditos retail y de servicios financieros³².

En comparación con el caso chileno, en el Perú las principales tarjetas de crédito asociadas a supermercados y otros comercios son emitidas por empresas de operaciones múltiples autorizadas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, para lo cual estas empresas deben cumplir con los requisitos de solvencia, liquidez y administración de riesgos que señala el regulador bancario. Asimismo, la SBS realiza una supervisión directa, no delegada a auditores externos, sobre estas empresas.

32 Reflexiones sobre Regulación y Supervisión Financiera”, Sr. Enrique Marshall, consejero del Banco Central de Chile, agosto de 2011.

Recuadro 4

CENTRAL DE BALANCES DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

Una central de balances de empresas no financieras es una base de información económico-financiera (básicamente, estados financieros) de estas empresas que permite mejorar el conocimiento de las mismas. En la medida que esta información sea accesible a los distintos usuarios del mercado financiero, puede contribuir a aminorar las asimetrías de información y, con ello, servir como vehículo para ampliar el acceso a fuentes de financiamiento y reducir su costo.

Experiencia internacional

En Europa, ya existen varias centrales de balances, tales como las de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Portugal. Asimismo, el Comité Europeo de Centrales de Balances (ECCBSO, por sus siglas en inglés) reúne, de manera informal, a expertos de las oficinas de centrales de balances pertenecientes a los bancos centrales y/o a las oficinas de estadística de los países de la Comunidad Europea. El principal objetivo de este Comité es mejorar el análisis de la información de las empresas no financieras a través del intercambio de información y la realización de estudios conjuntos.

Actualmente, el ECCBSO ha desarrollado dos bases de datos: una para la armonización de las cuentas de las empresas europeas (*Bank for Accounts of Companies Harmonized* o BACH) y otra de referencias sectoriales (*European Sectoral References Database* o ESD). Asimismo, ha creado diversos grupos de trabajo sobre temas específicos, tales como el impacto de la implementación de los estándares IFRS sobre las bases de datos de las centrales de balances europeas.

En el caso de España, la Central de Balances es una división del Departamento de Estadística del Banco de España, que opera desde 1984 y recoge la información que las empresas no financieras españolas remiten voluntariamente. Se cuenta con tres bases de datos: dos bases con información anual, una de colaboración voluntaria (desde 1984) y la otra de los Registros Mercantiles³³ (desde 1990); y una base trimestral (desde 1994). Dicha información se encuentra disponible para su difusión con un rezago de 11 meses, en el caso de la data anual; y con un rezago de 4 meses, en el caso de la data trimestral. Cabe indicar que la información recopilada corresponde a las cuentas individuales (no consolidadas) de las empresas, aunque también se encuentra en construcción una central de balances consolidados.

Entre los países de la región, Argentina, Brasil, Chile y Uruguay vienen desarrollando proyectos para la constitución de centrales de balances. Uno de los países que ha avanzado más en este proyecto es Argentina.

En Argentina, la oficina de Central de Balances está adscrita a la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias del Banco Central de Argentina. El proyecto busca centralizar el envío de información financiera por parte de las empresas en una única central de balances³⁴. Dicha información estaría al alcance de todos los integrantes de la economía, en particular de aquellos que participan en el mercado de créditos. A la fecha, se han conseguido importantes

33 En España, las sociedades no financieras están obligadas a presentar sus cuentas (estados financieros) anuales en el Registro Mercantil.

34 Actualmente, en Argentina las empresas no financieras envían sus estados financieros a la Administración Federal de Ingresos Públicos, a la Inspección General de Justicia, a la Comisión Nacional de Valores y a las Entidades Financieras (en caso sean solicitantes de crédito).





avances, tales como la aprobación del modelo estándar de estados contables, acuerdos con otras entidades públicas, el desarrollo de los sistemas informáticos necesarios, entre otros; y se espera realizar una prueba piloto hacia fines del año 2011 o inicios de 2012.

Experiencia peruana

En el Perú, a partir del año 2012, las sociedades o entidades cuyos ingresos anuales por venta de bienes y/o prestación de servicios o activos totales sean iguales o superen las 3 000 Unidades Impositivas Tributarias (UIT)³⁵, equivalentes a S/. 10,8 millones, deberán remitir sus estados financieros auditados a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)³⁶. Dichos estados financieros deberán prepararse conforme a las normas internacionales de información financiera (IFRS, por sus siglas en inglés) y serán de acceso al público. Cabe mencionar que esta medida recoge las recomendaciones realizadas por este BCRP en los Reportes de Estabilidad Financiera.

La finalidad de esta facultad concedida a la SMV (aprobada mediante la Ley N° 29720 del 25 de junio de 2011) es promover las emisiones de valores mobiliarios, mejorar el clima de negocios para las inversiones y dotar al mercado de valores de una mayor transparencia en la información y las operaciones. De acuerdo con estimados de la SMV, más de 5 000 empresas deberán presentar su información financiera auditada³⁷.

Cabe mencionar que, hasta julio de 2000 (Ley N° 27323), la CONASEV (ahora SMV) tuvo las funciones de supervisar a las personas jurídicas organizadas de acuerdo con la Ley General de Sociedades y a las sucursales de empresas extranjeras que se encontraban dentro de los límites que la propia Comisión fijase, así como a las cooperativas; y de controlar el cumplimiento de la normatividad contable por las personas naturales o jurídicas a las que supervisa, reglamentando la presentación de sus estados financieros.

Asimismo, muchos analistas del mercado y abogados consideran que la medida antes mencionada resulta en un sobre costo a las empresas que no registran valores en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV. No obstante ello, es muy probable que sus beneficios de mediano plazo (medidos como un mejor acceso a la información y menores costos de financiamiento de las empresas), superen a los costos de corto plazo. Estimaciones realizadas sugieren que el costo que se deriva por los servicios de auditoría (aproximadamente, US\$ 20 mil para una empresa mediana) más que se compensaría con la mejora de la percepción de su riesgo de crédito por parte de sus proveedores de capital (principalmente, bancos). Así, la práctica sugiere que los bancos reclasifican a las empresas con estados financieros auditados y reducen, entre 2 y 3 puntos porcentuales, el costo financiero de los préstamos otorgados.

Asimismo, un fondo de inversión o un comprador potencial de la empresa utilizará una tasa de descuento inferior al valorar a una empresa que tiene estados financieros auditados, con lo que se incrementaría el valor económico de las firmas. Ello incentivaría la búsqueda de oportunidades de inversión de los gestores de fondos de inversión especializados en capital de riesgo o *Private Equity*.

35 La Resolución N° 045-2010-EF/94 del Consejo Normativo de Contabilidad señala que las empresas con ingresos o activos menores a 3 000 UIT son consideradas como pequeñas y medianas empresas.

36 Existe un proyecto de ley en el Congreso que busca derogar esta exigencia de envío de información. La Comisión de Economía del Congreso aprobó este proyecto (2 de noviembre pasado), faltando aún la votación en el Pleno del Congreso.

37 Actualmente, la SMV recibe información financiera de más de 200 empresas que mantienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores.

III. MERCADOS FINANCIEROS

La situación del sistema se mantuvo estable durante el último semestre, mostrando una evolución favorable en la mayoría de sus indicadores. El resultado financiero de las entidades no bancarias y el leve incremento de la dolarización en los últimos meses son factores que hay que tomar en cuenta para el diseño de políticas para preservar la estabilidad financiera.

En el mercado de dinero y cambiario, los fondos líquidos del sistema financiero en el BCRP disminuyeron debido, principalmente, a que incrementaron sus posiciones en moneda extranjera durante el proceso electoral. Asimismo, el Nuevo Sol se apreció 1,18% entre el 1 de abril y el 30 de setiembre de 2011 por la oferta spot de clientes locales y no residentes que superó la demanda spot de AFP y la demanda forward de no residentes.

En el mercado de capitales, la reducción de las tasas de rendimiento de los bonos soberanos y una mayor participación de los inversionistas no residentes fue lo más resaltante en el mercado de deuda pública. El mercado bursátil tuvo un comportamiento negativo asociado a los problemas de sostenibilidad fiscal en Europa.

III.1 Sistema Financiero³⁸

32. El total de activos del sistema financiero sumó S/. 234 mil millones. La banca mantiene su hegemonía en el sistema al sumar S/. 190 mil millones en activos y registró una participación de 83,6% y 86,3% en los créditos y en los depósitos del sistema financiero, respectivamente. Finalmente, el número de entidades financieras no mostró variación durante el último semestre.

Cuadro 3.1
ACTIVOS FINANCIEROS Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO
(A setiembre de 2011, Miles de millones de S/.)

	Activos	Participación porcentual			Número de Entidades
		Activos	Créditos	Depósitos	
Total	233,9	100,0	100,0	100,0	59
1. Bancos	190,1	81,3	83,6	86,3	15
2. No Bancarias	22,8	9,8	12,8	9,1	43
- Financieras	7,1	3,0	4,2	1,7	10
- Cajas Municipales	11,9	5,1	6,5	6,1	13
- Cajas Rurales	2,6	1,1	1,4	1,3	10
- Edpymes	1,2	0,5	0,7	0,0	10
3. Banco de la Nación	21,0	9,0	3,5	4,6	1

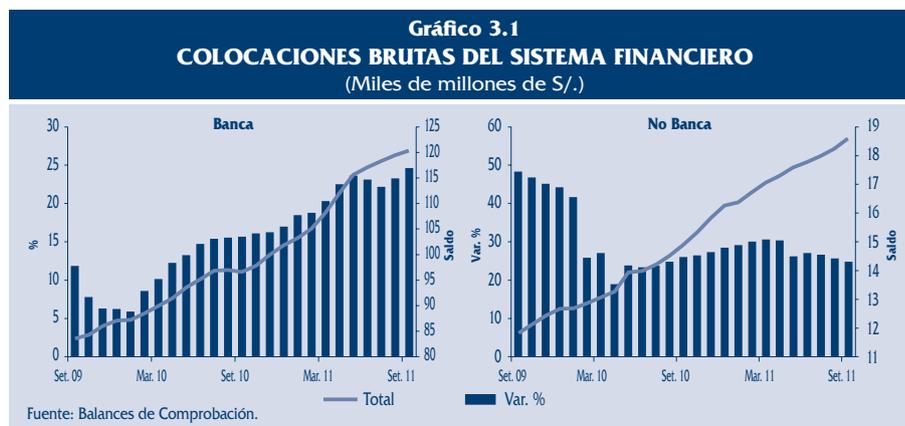
Fuente: Balances de Comprobación.

³⁸ Comprende Bancos, Financieras, Cajas Municipales (CM), Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC), Edpymes y el Banco de la Nación. Las entidades no bancarias comprende las Financieras, CM, CRAC y Edpymes. No se incluye en el análisis a las empresas de arrendamiento financiero; las empresas afianzadoras y de garantías; las empresas de servicios fiduciarios; las empresas administradoras hipotecarias; los almacenes generales de depósito; las empresas de transferencias de fondos; las cooperativas; y las entidades estatales como COFIDE; Agrobanco y el Fondo Mivivienda.





33. Las colocaciones en el sistema financiero se mantuvieron dinámicas en los últimos seis meses. La banca mostró una aceleración de su tasa de crecimiento anual (últimos doce meses) al pasar de 20,3% a 24,6%, mientras que en las entidades no bancarias mostraron una desaceleración al pasar de 30,6% a 24,8%.



34. En el análisis por moneda, durante el último semestre el ritmo anual de crecimiento de las colocaciones en moneda nacional se desaceleró (de 22,1% a 21,1%), mientras que en moneda extranjera se aceleró (de 21,6% a 29,4%), lo cual se vio reflejado en un aumento del nivel de dolarización. Si bien esta conducta estuvo asociada a las expectativas apreciatorias del tipo de cambio, es importante que los prestatarios que tomen créditos en moneda extranjera tengan en cuenta que están asumiendo un riesgo cambiario que se puede materializar en caso las condiciones del mercado cambiario se tornen depreciatorias.

Cuadro 3.2
COLOCACIONES BRUTAS DEL SISTEMA FINANCIERO 1/
(Millones de S./.)

	Set.09	Set.10	Mar.11	Set.11	Set.11 / Set.10	
					Flujo	Var. %
Sistema Financiero 2/	98 223	115 692	129 976	144 140	28 449	24,6
Moneda Nacional	55 307	66 972	74 124	81 086	14 113	21,1
Moneda Extranjera	42 916	48 720	55 852	63 055	14 335	29,4
% Dolarización	43,7%	42,1%	43,0%	43,7%		
Banca	83 521	96 608	108 186	120 404	23 796	24,6
Moneda Nacional	42 004	49 663	54 369	59 408	9 745	19,6
Moneda Extranjera	41 517	46 945	53 816	60 996	14 051	29,9
% Dolarización	49,7%	48,6%	49,7%	50,7%		
No Banca 3/	11 818	14 898	17 064	18 598	3 699	24,8
Moneda Nacional	10 721	13 361	15 308	16 739	3 378	25,3
Moneda Extranjera	1 097	1 538	1 756	1 859	322	20,9
% Dolarización	9,3%	10,3%	10,3%	10,0%		

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2011.
2/ Sistema Financiero incluye los créditos de consumo del Banco de la Nación.
3/ No incluye el Banco de la Nación.
Fuente: Balances de Comprobación.

Dado lo anterior, es importante que las entidades financieras promuevan que las personas tomen créditos de acuerdo a la moneda en que reciben sus ingresos. Asimismo, la tasa de interés de los créditos debe generar los incentivos adecuados

para que lo anterior ocurra, de forma que dicha tasa refleje los diferentes riesgos asociados a los préstamos en moneda extranjera.

- 35. Los depósitos en el sistema financiero mostraron una tasa de crecimiento anual decreciente en el último semestre, tanto en la banca (de 18,3% a 15,0%) como en las entidades no bancarias (de 33,9% a 23,5%).** Ello ha ido acorde con la desaceleración del ritmo de crecimiento de la actividad económica doméstica durante el mismo periodo. Cabe resaltar que la participación de la banca en el mercado de depósitos es de 90,4% versus 9,6% de las entidades no bancarias.



- 36. Por tipo de moneda, durante el último semestre la evolución de los depósitos en el sistema financiero estuvo liderada por los denominados en moneda extranjera.** Estos pasaron de una tasa de crecimiento anual de 12,5% a 13,1%, mientras que los de moneda nacional lo hicieron de 25,0% a 18,2%. Por otro lado, las entidades no bancarias mostraron una desaceleración en ambos tipos de moneda.

Cuadro 3.3
DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/
(Millones de S/.)

	Set.09	Set.10	Mar.11	Set.11	Set.11 / Set.10	
					Flujo	Var. %
Sistema Financiero 2/	103 635	123 343	136 416	143 078	19 735	16,0
Moneda Nacional	53 793	70 452	79 265	83 283	12 832	18,2
Moneda Extranjera	49 842	52 892	57 150	59 795	6 903	13,1
% Dolarización	48,1%	42,9%	41,9%	41,8%		
Banca	91 484	107 244	118 304	123 320	16 076	15,0
Moneda Nacional	43 397	56 450	63 297	65 847	9 397	16,6
Moneda Extranjera	48 087	50 794	55 006	57 473	6 679	13,1
% Dolarización	52,6%	47,4%	46,5%	46,6%		
No Banca 3/	7 617	10 620	11 918	13 117	2 497	23,5
Moneda Nacional	6 194	8 911	10 165	11 330	2 419	27,2
Moneda Extranjera	1 424	1 709	1 753	1 787	78	4,5
% Dolarización	18,7%	16,1%	14,7%	13,6%		

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2011.
2/ Sistema Financiero incluye los créditos de consumo del Banco de la Nación.
3/ No incluye el Banco de la Nación.
Fuente: Balances de Comprobación.





37. La dolarización de la banca mostró una evolución mixta en colocaciones y en depósitos, mientras que en las entidades no bancarias el indicador disminuyó en ambos casos.

En el caso de la banca, la dolarización de las colocaciones se incrementó levemente, siguiendo una trayectoria suave. En los depósitos la dolarización se incrementó marginalmente, aunque de una manera inestable, la cual estuvo influenciada por las expectativas de cambio por el proceso electoral presidencial, lo cual explica el pico de 49,6% en abril de 2011. Al respecto, un análisis de la reciente evolución de la dolarización en el sistema financiero se puede ver en el Recuadro 5.



38. Los adeudados con el exterior se incrementaron en US\$ 1 248 millones en el último semestre, explicado tanto por los de largo plazo (US\$ 638 millones) como los de corto plazo (US\$ 610 millones). La banca lideró este proceso, principalmente por el incremento de los de largo plazo. Cabe señalar que en el caso de la banca, la participación de los adeudados con el exterior de corto plazo se ha reducido de 31,5%, hace un año, a 21,2% actualmente.



39. La concentración de las colocaciones y de los depósitos tuvieron una evolución mixta. La de las colocaciones se incrementó, mientras que la de los depósitos disminuyó levemente. El aumento en las colocaciones se observó en todos los rubros excepto en los créditos hipotecarios y corporativos, aunque ambos están en el tramo “concentrados”.

Cuadro 3.4
ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN POR TIPO DE CRÉDITO Y DEPÓSITO 1/

	Set.09	Set.10	Mar.11	Set.11
Colocaciones	1 568	1 550	1 551	1 580
Empresas	1 706	1 677	1 671	1 700
- Corporativos	n.a.	2 766	2 778	2 701
- Grandes	n.a.	2 440	2 437	2 587
- Medianas	n.a.	1 979	2 051	2 101
- Pequeñas	n.a.	1 014	985	999
- Microempresas	n.a.	608	587	607
Hogares	1 390	1 394	1 401	1 430
- Consumo	1 071	1 051	1 035	1 065
- Hipotecario	2 365	2 342	2 335	2 324
Depósitos	1 810	1 822	1 768	1 712
Vista	2 576	2 550	2 484	2 453
Ahorro	2 376	2 307	2 324	2 250
Plazo	1 351	1 344	1 251	1 209

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 10000. Valores por encima de 1800 se considera que el mercado está concentrado. En la estimación no se considera al Banco de la Nación.

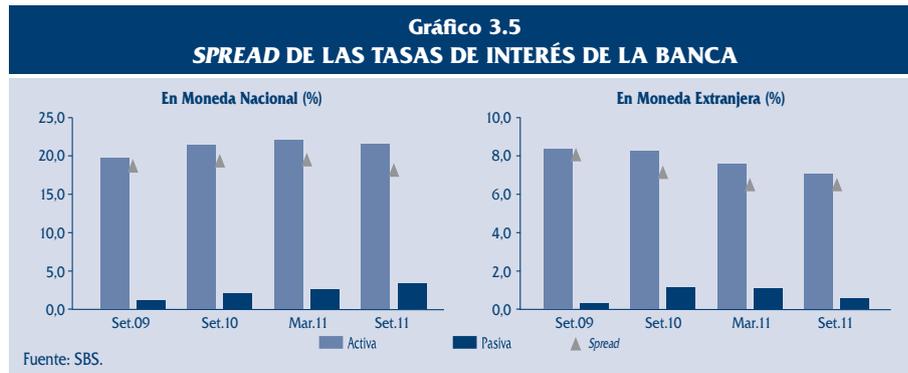
Fuente: Balances de Comprobación.

En el caso de los depósitos, la concentración disminuyó principalmente en los depósitos de ahorro, aunque se mantuvo en el tramo “concentrados”, seguido por los depósitos a plazo cuya disminución en el grado de concentración muestra la mayor competencia que hay en este segmento debido a la participación de las entidades no bancarias en la captación de los depósitos por compensación por tiempo de servicios (CTS).

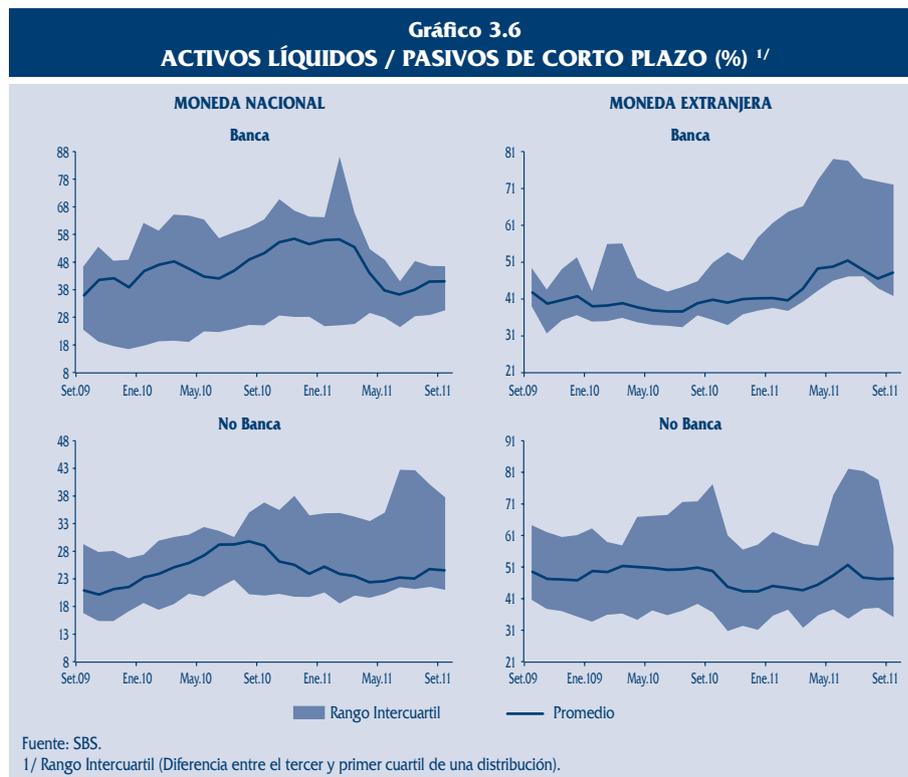
40. Los *spreads* entre las tasas de interés activas y pasivas de la banca³⁹ mostraron una tendencia estable. Como se observa en el Gráfico 3.5, en el caso de moneda nacional el *spread* disminuyó 1,4 puntos porcentuales, impulsado por la disminución de las tasas activas y el incremento de las tasas pasivas; mientras que el *spread* de las tasas en moneda extranjera se mantuvo estable, al observarse una disminución de 0,6 puntos porcentuales tanto en las tasas de interés activas como en las pasivas.

39 Las tasas activas en moneda nacional y en moneda extranjera son la FTAMN y la FTAMEX de fin de periodo, respectivamente, las cuales representan la tasa activa promedio de mercado de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles. En el caso de las tasas pasivas, se toma en cuenta la FTIPMN y FTIPMEX de fin de periodo para las operaciones en moneda nacional y extranjera, respectivamente, las cuales representan la tasa pasiva promedio de mercado de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.





41. **La liquidez en moneda nacional y en moneda extranjera mantuvo una evolución estable en los últimos seis meses, tanto en la banca como en las entidades no bancarias, mostrando niveles holgados de cobertura para las obligaciones de corto plazo.** Las expectativas de tipo de cambio influyeron en la composición de la liquidez por moneda. Así, el incremento de los activos líquidos en moneda extranjera estuvo acorde con el aumento del tipo de cambio durante el proceso electoral presidencial, para luego revertir dicha tendencia de manera suave.



42. La exposición patrimonial al riesgo de crédito (cartera morosa neta de provisiones específicas / patrimonio) del sistema financiero disminuyó en los últimos seis meses. Dicha mejora en el indicador estuvo liderada por la banca en la cual disminuyó de 4,16% a 3,78%, en comparación con el incremento en las entidades no bancarias de 5,00% a 5,11%. Esto se refleja también en la evolución del ratio de cartera morosa / colocaciones brutas y en el de provisiones específicas / cartera morosa.

Cuadro 3.5
INDICADORES DE RIESGO DE CRÉDITO
(En porcentaje)

		Banca	No Banca	Sistema
Cartera Morosa Neta de Provisiones Específicas / Patrimonio 1/	Set-09	3,74	3,02	3,64
	Set-10	4,39	5,73	4,58
	Mar.11	4,16	5,00	4,29
	Set.11	3,78	5,11	3,99
Cartera Pesada / Colocaciones Brutas 2/	Set.09	1,63	4,86	2,02
	Set.10	1,73	5,30	2,21
	Mar.11	1,56	4,71	1,99
	Set.11	1,57	4,96	2,02
Cartera Morosa / Colocaciones Brutas	Set.09	2,78	6,43	3,22
	Set.10	2,98	7,11	3,53
	Mar.11	2,66	6,38	3,16
	Set.11	2,58	6,50	3,10
Provisiones Específicas / Cartera Morosa	Set.09	78,34	91,30	81,49
	Set.10	75,39	84,93	77,94
	Mar.11	76,88	85,72	79,29
	Set.11	78,08	85,54	80,16

1/ La cartera morosa es el agregado de la cartera pesada, la refinanciada y la reestructurada.

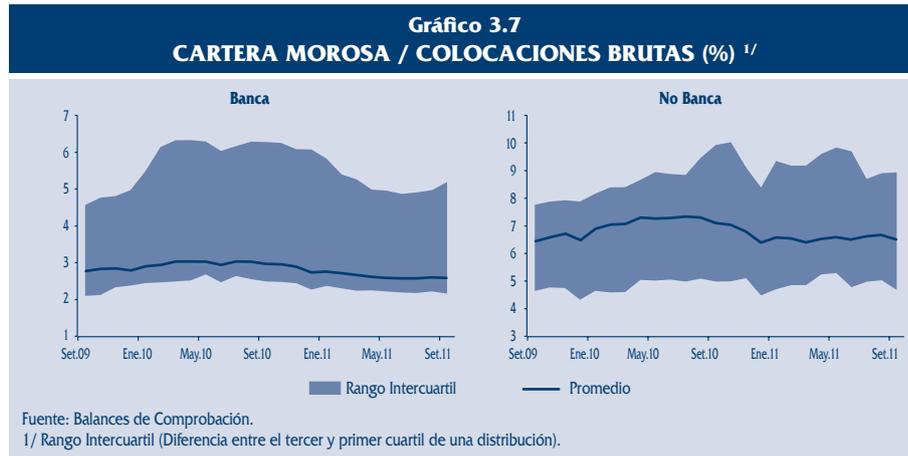
2/ La cartera pesada es el agregado de la cartera vencida y en cobranza judicial.

Fuente: Balances de Comprobación.

La mayoría de entidades muestra una exposición patrimonial al riesgo de crédito alrededor de la media, observándose casos puntuales por encima del rango intercuartil en cada tipo de entidad.

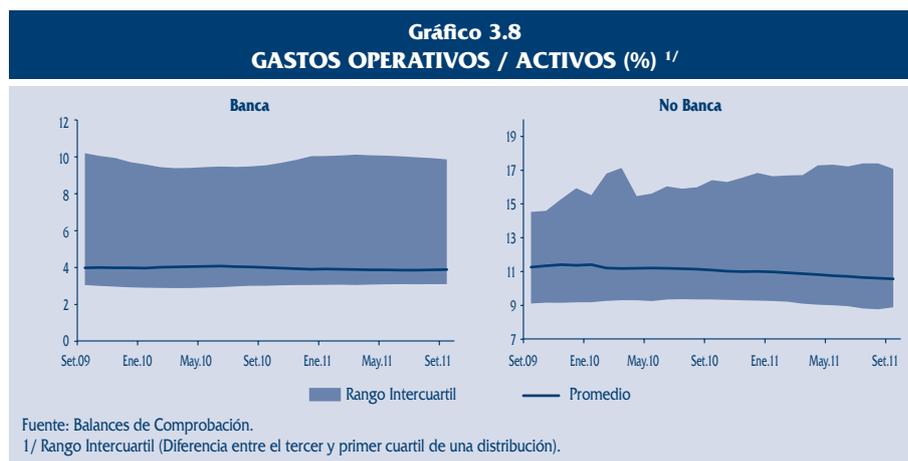
43. El ratio de cartera morosa sobre colocaciones brutas mostró una tendencia estable tanto en la banca como en las entidades no bancarias durante el último semestre. En el caso de la banca, el indicador promedio no sufrió alteración significativa, al pasar de 2,66% a 2,58%, mientras que en las entidades no bancarias mostró un ligero incremento: de 6,38% a 6,50%. A nivel de entidades, se observa que la dispersión en los bancos es mayor debido a que el promedio refleja el peso de los 3 bancos más grandes, por lo que hay valores por encima de la media; mientras que las entidades no bancarias muestran una distribución más uniforme con respecto al promedio.





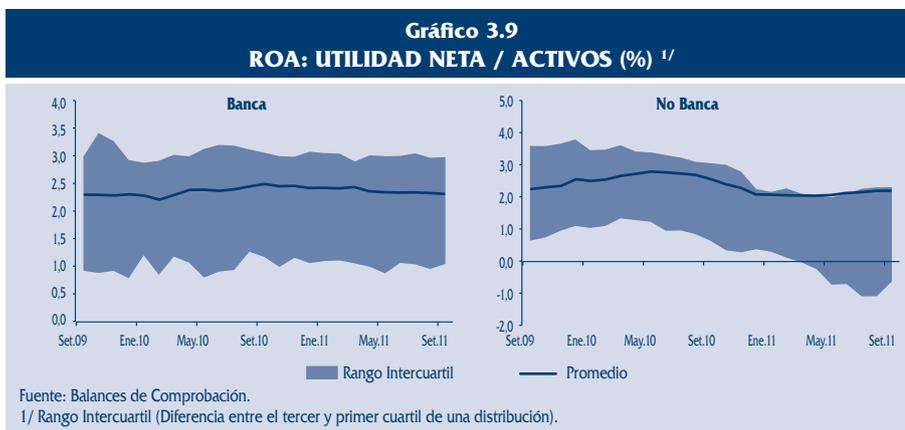
Cabe mencionar que la diferencia observada entre ambos tipos de instituciones se debe a la especialización de cada una de ellas. Específicamente, las entidades no bancarias concentran el giro de negocio en los créditos a microempresas, pequeñas empresas y créditos de consumo, hecho que también influye en el resultado de gastos operativos sobre activos.

44. **El ratio de gastos operativos sobre activos mostró una tendencia estable durante el último semestre, tanto en la banca como en las entidades no bancarias.** La banca mostró un leve incremento de 3,91% a 3,92%, mientras que las entidades no bancarias mostraron una disminución de 10,88% a 10,59%. El elevado nivel del ratio en las entidades no bancarias responde a que estas entidades tienen un mayor número de deudores y a que gran parte de sus prestatarios tienen poco historial crediticio, por lo que requieren hacer mayores gastos operativos comparados con los de la banca.



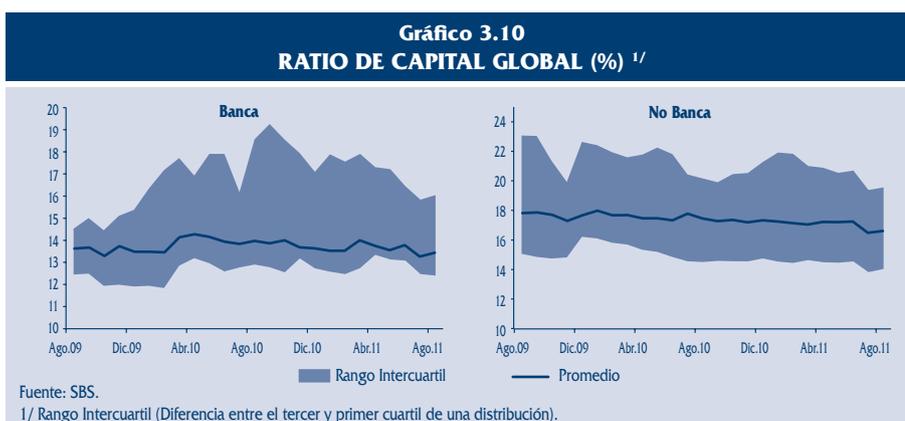
45. **La rentabilidad, recogida a través del ROA (utilidad neta anual / activos promedio), de la banca y de las entidades no bancarias se mostró estable en los últimos seis meses.** La rentabilidad de la banca disminuyó de 2,44% a 2,30%, mientras que la de las entidades no bancarias se incrementó levemente de 2,02% a

2,18%. Sin embargo, el gráfico refleja que algunas entidades no bancarias muestran valores negativos desde marzo de 2011.



Es importante señalar que las entidades no bancarias que han venido mostrando una rentabilidad negativa, vienen tomando acciones para fortalecer su patrimonio y así su situación financiera.

46. El ratio de capital global⁴⁰ del sistema financiero se mantuvo en niveles adecuados, tanto en la banca como en las entidades no bancarias. Desde julio de 2011, el requerimiento mínimo de patrimonio efectivo sobre el total de activos y contingentes ponderados por riesgo es de 10%, y como muestra el gráfico, ambos tipos de instituciones sobrepasan holgadamente dicho requerimiento. De marzo a agosto de este año, el ratio de capital global de la banca disminuyó de 14,0% a 13,4%, y el de las entidades no bancarias lo hizo de 17,0% a 16,6%.



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





III.2 Mercado de Dinero y Cambiario

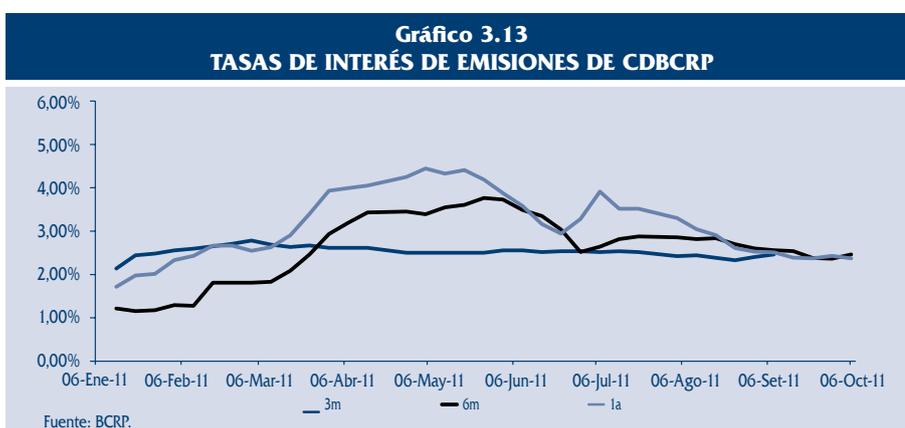
47. Los fondos líquidos del sistema financiero en el BCRP disminuyeron en los últimos dos trimestres. Las entidades del sistema financiero mantuvieron menores saldos en moneda nacional en sus cuentas corrientes en el BCRP, debido principalmente a que incrementaron sus posiciones en moneda extranjera durante el proceso electoral de 2011. En ese escenario, el BCRP realizó un menor número de operaciones de retiro de fondos en comparación con los trimestres anteriores. Inclusive, se efectuaron operaciones de inyección de fondos a inicios de junio y julio. En el período, se realizaron operaciones en el 85% de los días útiles; mientras que en el período anterior se efectuaron en el 99% de las veces.



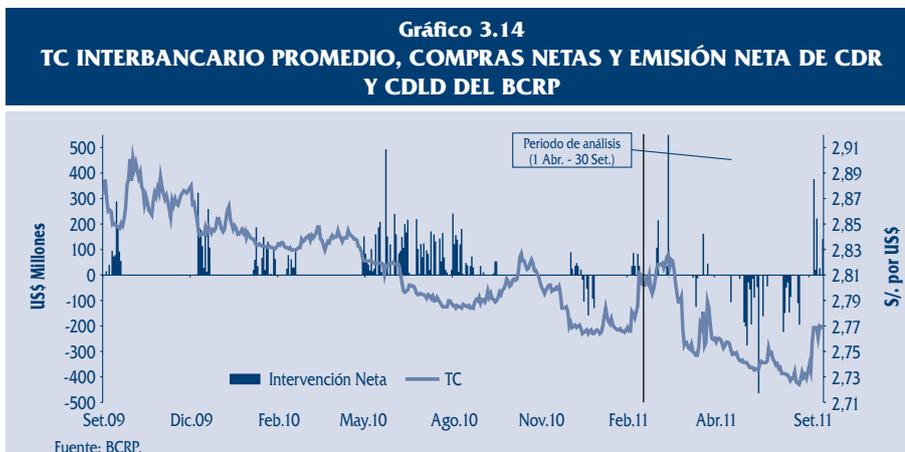
48. La tasa de referencia registró menores variaciones en relación al período anterior. En abril se elevó la tasa de política monetaria a 4% y en mayo a 4,25% y se ha mantenido en este nivel hasta fines de setiembre. La tasa de interés interbancaria en promedio registró un desvío de 1 punto básico respecto a la tasa de referencia; mientras que en el período anterior dicha diferencia fue de 3 puntos básicos negativos. Los volúmenes de negociación en el mercado interbancario aumentaron en el período de análisis, con un promedio diario de S/. 667 millones, mientras que en el período anterior fue S/. 486 millones.



49. Las entidades del sistema financiero adquirieron instrumentos de corto plazo del BCRP. Durante el período el BCRP continuó con la emisión de certificados de depósito a los plazos de 6 meses y 1 año. Asimismo, a partir de junio de 2011 se reiniciaron las subastas de certificados a 3 meses. En el período, se colocó S/. 6 100 millones de certificados a 3 meses, S/. 1 400 millones a 6 meses y S/. 840 millones a 1 año. La curva de rendimiento de los Certificados de Depósito del BCRP (CD BCRP) se aplanó por las menores tasas demandadas a 1 año, debido a la incertidumbre internacional que generó expectativas de reducción en la tasa de referencia.



50. El Nuevo Sol se apreció 1,18% entre el 1 de abril y el 30 de setiembre del 2011, por mayor oferta de dólares en el mercado *spot*. El tipo de cambio interbancario venta del 30 de setiembre cerró en S/. 2,773 por dólar, inferior al nivel de S/. 2,806 del 31 de marzo. La oferta *spot* de clientes locales y no residentes superó la demanda *spot* de las AFP y la demanda *forward* de los no residentes. El BCRP realizó compras netas por US\$ 1 034 millones y colocó Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP)⁴¹ por US\$ 159 millones netos de vencimientos. La tendencia apreciatoria fue contrarrestada parcialmente por presiones de depreciación durante el proceso electoral de este año y en setiembre por la crisis de la deuda europea.



41 Título denominado en nuevos soles e indexado al Dólar de los Estados Unidos de Norteamérica.





51. Los no residentes, que venían siendo fuente de oferta de dólares, pasaron a demandar divisas en el mercado *forward*, debido a la incertidumbre externa y a las elecciones internas. La oferta *spot* neta fue de US\$ 3 613 millones, explicada principalmente por las ventas de empresas del sector minería (US\$ 3 954 millones) y clientes minoristas (US\$ 3 085 millones). Las AFP tuvieron una demanda *spot* de US\$ 1 187 millones. Por su parte, en el mercado de derivados (que incluye operaciones *forward*, *swap* y opciones), los clientes no residentes registraron una demanda por US\$ 1 925 millones. Esto correspondió principalmente a nuevas ventas *forward* pactadas por las entidades financieras con sus clientes (US\$ 1 031 millones) y a vencimientos de compra *forward* no renovados (US\$ 782 millones).

Al 30 de setiembre de 2011, la posición de cambio global de la banca fue de US\$ 368 millones y la posición de cambio contable fue de US\$ 859 millones. Estas cifras representaron incrementos de US\$ 25 millones y de US\$ 1 839 millones respecto al 31 de marzo de 2011.

Cuadro 3.6
USOS Y FUENTES DEL MERCADO CAMBIARIO 1/
(Millones de US\$)

Oferta Neta	2010			2011			Del 1 Abr. al 30 Set.		
	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total
1. AFP	-868	1 469	600	-1 647	-451	-2 098	-1 187	130	-1 057
2. No Residentes	1 601	-518	1 084	128	-2 126	-1 999	205	-1 925	-1 720
3. Fondos Mutuos Locales	9 547	-9 547	0	3 050	-3 050	0	516	-516	0
4. Banco de la Nación y financieras	-939	-151	-1 090	-245	-65	-310	-69	-46	-115
5. Otros	8 039	85	8 124	6 905	-1 014	5 891	4 148	-357	3 791
Total	17 380	-8 662	8 718	8 191	-6 706	1 485	3 613	-2 714	899
a. Aumento Posic. Cambio Banca			-405			328			25
b. Intervención neta del BCRP			-9 123			-1 156			-874
i. Compras netas del BCRP			-8 963			-1 531			-1 034
ii. Variación de CDLD			-160			162			54
iii. Variación de CDR			0			212			106
TC promedio de compras			2,817			2,741			2,735
TC promedio de ventas						2,802			2,802
TC cierre de mercado			2,807						2,773

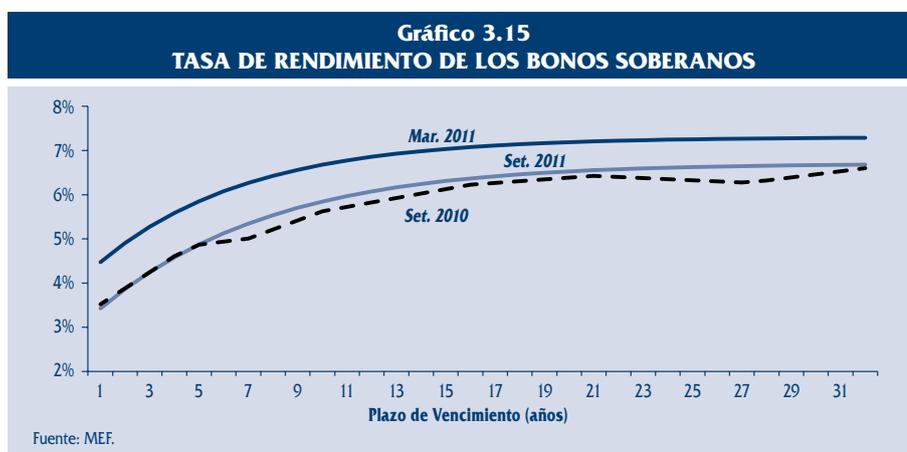
1/ Signo positivo indica oferta y signo negativo, demanda.
Fuente: BCRP.

III.3 Mercado de Capitales

52. Las tasas de rendimiento de los bonos soberanos disminuyeron entre 60 y 100 puntos básicos a lo largo de toda la curva para el período comprendido entre marzo de 2011 y setiembre de 2011. Superada la incertidumbre asociada al proceso electoral, los inversionistas estuvieron más interesados en adquirir deuda soberana peruana debido a los sólidos fundamentos macroeconómicos reflejados en el alza de calificación de riesgo de BBB- a BBB por parte de la agencia *Standard & Poor's* en agosto de 2011. Así, destaca que el saldo de la deuda pública peruana como porcentaje del PBI se ubicaría en 21,4% a finales de 2011⁴². Este ratio es

42 Ver Reporte de Inflación de setiembre de 2011, página 105.

inferior a los que muestran países desarrollados con mejores calificaciones de riesgo, donde la mayoría tiene un ratio deuda / PBI por encima del umbral de 60% y en algunos casos por encima del 100%.



- 53. El tramo corto y medio de la curva de rendimiento se ha visto dinamizado por la colocación, hasta en 2 oportunidades, de bonos soberanos con vencimiento en setiembre de 2013 por un saldo total de S/. 425 millones**⁴³. Estos bonos han tenido una alta demanda por los bancos y fondos privados debido a la ausencia de deuda soberana a un plazo similar o cercano. Asimismo, los rendimientos en el tramo corto y medio de la curva se redujeron por el fin del ciclo de alzas en la tasa de referencia del BCRP desde junio de 2011.
- 54. Los inversionistas no residentes se convirtieron en los principales tenedores de bonos soberanos, desplazando a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).** A setiembre de 2011, las tenencias de los no residentes ascendieron a S/. 12 911 millones (45% del total) mientras que las tenencias de las AFP se ubicaron en S/. 9 977 millones (35% del total). En este período, se mantuvo la entrada de capitales del exterior con la finalidad de adquirir activos en moneda nacional, con énfasis en el corto plazo, para beneficiarse de las mayores tasas de interés locales respecto a las internacionales⁴⁴ (operaciones de *carry trade*⁴⁵).
- 55. Una salida rápida de los inversionistas no residentes, provocada por una reversión de las expectativas en economías emergentes, podría disminuir el**

43 Los bonos con vencimiento en setiembre de 2013 se colocaron el 23 de agosto de 2011 por S/. 125,3 millones a una tasa de 4,4% y el 20 de setiembre de 2011 por S/. 300 millones a una tasa de 4,3%.

44 Esta estrategia se vio reforzada luego del anuncio, el 9 de agosto de 2011, de la Reserva Federal de los EE.UU. de que mantendrá su tasa de interés de referencia entre 0%-0,25% hasta mediados de 2013 debido a una recuperación económica menos sólida a la esperada.

45 *Carry trade* es la estrategia financiera en la que un prestatario recibe un préstamo en una moneda con tasa de interés baja y adquiere activos financieros en otra moneda correspondiente a un país que tenga una tasa de interés más alta.





precio de los bonos soberanos debido a que el mercado de deuda pública es aún relativamente pequeño y poco líquido para que permita su rápida absorción. Por ello, es conveniente ampliar el universo de inversionistas a agentes económicos distintos a las AFP y a los bancos.

56. No obstante, es importante destacar el potencial rol estabilizador de las AFP que pueden aprovechar los momentos de mayor volatilidad en los mercados para aumentar sus inversiones en activos locales. Así, en dichos momentos, las AFP tienen la oportunidad de comprar bonos soberanos en poder de los no residentes a un precio y rendimientos atractivos, considerando su horizonte de inversión de largo plazo.⁴⁶

Cuadro 3.7
TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS

	Set-10		Mar-11		Set-11	
	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.
AFP	11 498	48%	10 791	38%	9 977	35%
No Residentes	7 534	32%	12 121	43%	12 911	45%
Bancos	2 601	11%	2 803	10%	3 097	11%
Seguros	969	4%	976	3%	1 065	4%
Otros 1/	1 262	5%	1 506	5%	1 415	5%
Total	23 865	100%	28 196	100%	28 464	100%

1/ Fondos privados, fondos públicos y personas naturales.
Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

57. La volatilidad de los mercados financieros internacionales, debido a la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de algunos países de la zona del Euro, afectaron a los mercados bursátiles mundiales, entre ellos a la Bolsa de Valores de Lima (BVL). El Índice General de la BVL disminuyó 22% entre fines de 2010 y setiembre de 2011, perdiendo parcialmente el retorno obtenido en 2010.

Si bien las empresas que cotizan en la BVL se encuentran en una sólida posición financiera y reportan, en la mayoría de los casos, crecimientos de sus ventas y utilidades, la capitalización bursátil de las mismas se vio afectada por el contexto internacional. En ese sentido, los mercados financieros se mantienen atentos a que los hacedores de política europeos consigan reestructurar la deuda griega, implementen un plan detallado de recapitalización de la banca europea y refuercen el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera a través de mecanismos de apalancamiento (ver Recuadro 1).

⁴⁶ Las AFP, al recibir aportes obligatorios de los afiliados, disponen siempre de un flujo constante de recursos líquidos para invertir y aprovechar las oportunidades de compra que se presenten. Además, la obligatoriedad de los aportes hace que las AFP, como sistema, no enfrenten retiros de fondos, salvo por los aportes voluntarios sin fin previsional (S/. 401 millones a setiembre de 2011). En cambio, otros inversionistas institucionales como los fondos mutuos, en los momentos de mayor incertidumbre, enfrentan el retiro de sus participes lo que afecta sus excedentes para realizar nuevas inversiones (riesgo de liquidez).

Cuadro 3.8
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES

Región	Índice	Dic.09	Dic.10	Set.11	Variación porcentual		
					2009	2010	2011 1/
América							
EE.UU.	Dow Jones	10 428	11 578	10 913	19	11	-6
EE.UU.	Nasdaq Comp	2 269	2 653	2 415	44	17	-9
Brasil	Bovespa	68 588	69 305	52 324	83	1	-25
Chile	IGPA	16 631	22 979	18 797	47	38	-18
Colombia	IGBC	11 602	15 497	12 916	53	34	-17
Perú	IGBVL	14 167	23 375	18 329	101	65	-22
Perú	ISBVL	22 434	32 050	25 552	92	43	-20
Europa							
Alemania	DAX	5 957	6 914	5 502	24	16	-20
Reino Unido	FTSE 100	5 413	5 900	5 129	22	9	-13
Asia							
Japón	Nikkei 225	10 546	10 229	8 700	19	-3	-15
Corea	Seul Composite	1 683	2 051	1 770	50	22	-14
China	Shanghai Composite	3 277	2 808	2 359	80	-14	-16

1/ Al 30 de setiembre.

Fuente: Reuters y Bloomberg.

58. El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales fue de S/. 108 015 millones a setiembre de 2011, cifra inferior en S/. 7 789 millones a marzo de 2011. Esta disminución fue explicada principalmente por la pérdida de valor de las inversiones en títulos de renta variable de las AFP y de los fondos mutuos.

Cuadro 3.9
PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES
 (Millones de nuevos soles)

	Set.10	Mar.11	Set.11	Variación		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(3) - (1)	(3) - (2)	Mar.11	Set.11
AFP	80 395	84 341	77 957	-2 438	-6 385	73%	72%
Fondos Mutuos	14 617	15 858	13 272	-1 345	-2 587	14%	12%
Compañías de Seguros	14 319	15 604	16 787	2 468	1 183	13%	16%
Total	109 331	115 804	108 015	-1 315	-7 789	100%	100%

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

59. La cartera administrada por las AFP alcanzó los S/. 77 957 millones a setiembre de 2011. Esta cartera se descompone principalmente en inversiones en el exterior (S/. 21 445 millones ó 28% del total), títulos de renta variable (S/. 21 308 millones ó 27% del total), bonos del gobierno (S/. 12 704 millones ó 16% del total)⁴⁷ y títulos de renta fija emitidos por el sector privado (S/. 11 412 millones ó 15% del total).

47 Incluye los bonos soberanos emitidos localmente y los bonos globales emitidos en el mercado internacional.





Cuadro 3.10
COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO
(Millones de nuevos soles)

	Set.10	Mar.11	Set.11	Variación		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(3) - (1)	(3) - (2)	Mar.11	Set.11
Bonos del gobierno	13 574	13 057	12 704	-870	-353	15%	16%
Certificados de Depósito del BCRP	1 787	441	694	-1 093	253	1%	1%
Depósitos en el sistema financiero	4 296	4 583	3 896	-399	-687	5%	5%
Renta fija sector privado	11 139	11 115	11 412	273	298	13%	15%
Títulos de renta variable 1/	23 464	24 827	21 308	-2 156	-3 519	29%	27%
Sociedades Tituladoras	2 717	3 311	3 561	844	250	4%	5%
Fondos de inversión	2 396	3 209	2 927	531	-282	4%	4%
Operaciones en tránsito	104	-494	9	-95	503	-1%	0%
Inversiones en el exterior	20 919	24 293	21 445	526	-2 848	29%	28%
Total	80 395	84 341	77 957	-2 438	-6 385	100%	100%

1/ Constituido en inversiones en 27 acciones autorizadas por la SBS.
Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

60. Las inversiones en renta variable local sufrieron los impactos negativos derivados de los problemas de deuda en Europa sobre los mercados bursátiles y sobre los commodities ligados a la actividad económica (metales industriales). Además, las inversiones de los fondos de pensiones en acciones de empresas mineras locales se han visto afectadas por las dificultades que enfrentan dichas empresas (como Buenaventura y Southern Copper Corporation) para llevar a cabo sus proyectos.

61. Las inversiones en el exterior de las AFP alcanzan los S/. 21 445 millones a setiembre de 2011, ubicándose muy cerca al límite operativo permitido (30% del valor de pensiones)⁴⁸. Estas inversiones se concentran principalmente en: cuotas de participación en fondos mutuos (S/. 9 377 millones), títulos de renta variable (S/. 6 779 millones), bonos emitidos por empresas no financieras (S/. 2 688 millones), y bonos, certificados y depósitos a plazo de empresas financieras (S/. 1 869 millones).

Por otra parte, durante el año se presentó, entre otros temas, una propuesta para modificar el esquema de comisiones vigente a uno basado en un porcentaje de la Cuenta Individual de Capitalización del afiliado, la cual aún está en discusión (ver Recuadro 5).

62. El portafolio de inversión de los fondos mutuos fue de S/. 13 272 millones a setiembre de 2011. Este nivel fue inferior en S/. 2 587 millones al registrado en marzo de 2011 ante la disminución de los depósitos (S/. 1 143 millones), inversiones en renta variable (S/. 777 millones), renta fija (S/. 346 millones) y CDBCRP (S/. 320

48 El límite legal se incrementó a 50% del fondo de pensiones mediante la Ley N° 29759 publicada el 21 de julio en el Diario Oficial El Peruano.

millones). El número de partícipes fue de 262 mil a setiembre de 2011, cifra menor en 27 mil respecto a la de marzo del mismo año debido al retiro de partícipes entre los meses de abril y junio por la incertidumbre electoral. El menor número de partícipes se observó tanto en los fondos mutuos en obligaciones (14 mil) como en los fondos mutuos mixtos y renta variable (13 mil).

- 63. La amplia liquidez que disponen los fondos mutuos se refleja en el alto nivel de depósitos que poseen en el sistema financiero (52% del portafolio de inversión).** Este es un indicador que estos inversionistas institucionales no están encontrando en el mercado los instrumentos de deuda suficientes. Sin embargo, es una oportunidad para que nuevos emisores coloquen instrumentos de deuda con vencimientos menores a los 4 años, que es el tramo más atractivo para los fondos mutuos ya que calza con el horizonte de inversión de corto / mediano plazo de la mayoría de sus partícipes.

Cuadro 3.11
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS
(Millones de nuevos soles)

Composición de las inversiones	Set.10	Mar.11	Set.11	Variación		Estructura	
	(1)	(2)	(3)	(3) - (1)	(3) - (2)	Mar.11	Set.11
Depósitos	7 345	8 066	6 922	-423	-1 143	51%	52%
Certificados de Depósito del BCRP	2 515	1 311	991	-1 524	-320	8%	7%
Renta fija	3 451	4 612	4 265	814	-346	29%	32%
Renta variable	1 305	1 870	1 093	-212	-777	12%	8%
Total	14 617	15 858	13 272	-1 345	-2 587	100%	100%
Grado de dolarización	47%	53%	49%	2%	-5%		
Número de partícipes (En miles)	267	289	262	-5	-27		

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

- 64. El portafolio de inversión de las compañías de seguros continuó su tendencia creciente y ascendió a S/. 16 787 millones a setiembre de 2011.** Los recursos administrados por las compañías de seguros vienen aumentando sostenidamente gracias a: i) el crecimiento de los seguros de desgravamen, a raíz del dinamismo de los créditos hipotecarios y vehiculares; ii) el pago obligatorio de la prima de los seguros relacionados a las rentas de invalidez y sobrevivencia de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones; iii) la contratación de rentas vitalicias por parte de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones al momento de jubilarse; y, iv) la mayor demanda de las empresas por contratar seguros de riesgos generales.

Las inversiones de las compañías de seguros están conformadas en un 67% por instrumentos representativos de deuda, en un 17% por otras inversiones (incluye inmuebles, primas y otros), en un 9% por instrumentos representativos de capital y en un 7% por recursos en caja y depósitos a plazo.

- 65. Un reto constante del mercado de capitales peruano es la ampliación de la oferta de valores mobiliarios y el ofrecimiento de alternativas de inversión**





para que se pueda cubrir la creciente demanda por activos financieros de los inversionistas institucionales.

- 66. Una mayor oferta de valores mobiliarios implica el ingreso de nuevas empresas como emisores de instrumentos representativos de capital y deuda.** Para que ello se produzca, las empresas locales deben mejorar su estructura organizativa e implementar prácticas de buen gobierno corporativo. Así, los potenciales emisores deben mejorar la calidad de su información financiera y contable, profesionalizar sus gerencias, desarrollar planes estratégicos y contar con el personal idóneo para ejecutarlos. De igual manera, es relevante que las empresas trasciendan de su carácter familiar y estructuras cerradas hacia un accionariado más difundido, ya que precisamente la incorporación de nuevo capital es lo que les va a permitir crecer y ser más competitivas.
- 67. La preparación y mejoras mencionadas son las que deben ser realizadas por una empresa antes de estructurar una emisión, esperando que los beneficios económicos que ellas les generen superen los costos asociados.** Así, los primeros interesados en tener información financiera auditada deberían ser los propietarios de las empresas, ya que con ello conseguirían mejores condiciones de sus proveedores financieros (por ejemplo, créditos bancarios a menores tasas de interés). Para ello, también se debe superar la reticencia a revelar información financiera y hechos de importancia del negocio al mercado, ya que al tornarse esta información pública, se incrementa el valor de mercado de la empresa⁴⁹.
- 68. Es conveniente que la Superintendencia de Mercado y Valores (SMV) y la BVL difundan en mayor medida las ventajas de ingresar al mercado de capitales entre los gerentes financieros de las empresas grandes y medianas.** La emisión de papeles comerciales y bonos les permitirá reducir su costo de capital, acceder a financiamiento de largo plazo, diversificar sus fuentes de fondeo, conseguir estructuras de financiamiento acorde con los plazos de maduración y el flujo de caja previsto de sus proyectos, e incrementar su poder de negociación frente a otros proveedores de financiamiento, en particular el sistema bancario. Al respecto ver Recuadro 4.
- 69. El principal problema que enfrentan los nuevos emisores es la complejidad y multiplicidad de los procesos que se deben llevar a cabo para efectuar una emisión.** Para las empresas resulta costoso y difícil de entender los procedimientos exigidos por los organismos reguladores para la emisión de instrumentos de deuda. Uno de los factores que desmotiva a las empresas a ingresar al mercado de capitales es el sobrecosto asociado al tiempo horas-hombre que le deben dedicar

49 La empresa se puede volver blanco de adquisición o despertar el interés del ingreso de nuevos accionistas lo cual dinamizaría los planes de crecimiento del negocio.

para cumplir los procesos administrativos requeridos para la emisión (costo de los asesores legales y/o costo del tiempo que dedica el personal y la gerencia de la empresa).

- 70. Por ello, es necesario que la SMV, la BVL y CAVALI creen un procedimiento único, el cual sea simple y de fácil comprensión.** Además, es recomendable que se capacite a los nuevos emisores de todos los pasos que deben seguir y se divulgue en los portales de internet el detalle de los errores más frecuentes que cometen los nuevos emisores.
- 71. Un gran avance fue la creación del procedimiento de inscripción automática de instrumentos de corto plazo (sistema e-prospectus), el cual ha sido bastante utilizado por las empresas que son habituales emisores de papeles comerciales⁵⁰.** Cabe destacar la extensión del sistema *e-prospectus* a las emisiones de bonos corporativos⁵¹ manteniendo los requisitos exigidos a los emisores (contar con un valor inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV)) en los últimos 12 meses y estar al día en las obligaciones de remisión de información). A diferencia de los instrumentos de corto plazo, la inscripción de los bonos corporativos no es inmediata, si no que toma como máximo 7 días; ya que después de ese plazo, si la SMV no ha emitido observaciones, se asumirá que la emisión ha sido aprobada (silencio administrativo positivo).
- 72. El sistema privado de pensiones requiere de una flexibilización de la normativa relacionada a sus inversiones y de una agilización de su proceso de autorización y registro de instrumentos financieros disponibles para inversión⁵².** La actual normativa restringe las posibilidades de inversión de las AFP, lo que lleva a que los portafolios administrados presenten una elevada concentración por emisores e instrumentos. Los diversos límites por emisor, emisión y tipo de activo financiero que se exigen hacen que en la adquisición de un nuevo instrumento tengan que participar al menos dos AFP⁵³.

50 La utilización de formatos electrónicos de prospectos informativos y contratos de emisión para inscribir los programas de emisión en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) permite agilizar las emisiones y minimizar los requerimientos de asesores externos para la obtención de financiamiento con lo que se reducen los costos de estructuración.

51 Resolución CONASEV N° 060-2011 publicada en el diario oficial El Peruano el 27 de julio de 2011.

52 Se espera que esta flexibilización sea parte importante de las discusiones del grupo que ha establecido, el 26 de octubre pasado, el Ministerio de Economía y Finanzas para evaluar, formular y diseñar una propuesta técnica-normativa para ampliar la cobertura y mejorar la eficiencia del SPP. Este grupo de trabajo tiene un plazo de presentación de la propuesta de cuatro meses. Está conformado por representantes del MEF, del BCRP, de la SBS, del Congreso de la República y de cuatro profesionales expertos en la materia.

53 Así, no se genera los incentivos para que una AFP investigue nuevas oportunidades de inversión ni diferencie su portafolio, ya que el resto de entidades puede copiar o asumir una posición similar a la AFP que realizó el esfuerzo de investigación (problema del free rider).





73. El requerimiento de autorización previa para cada instrumento financiero, en el que las AFP desean invertir genera demoras en el proceso de autorización y registro por excesivos requerimientos de información. Por ejemplo, la inversión en acciones locales requiere que tengan un *float*⁵⁴ mínimo de US\$ 100 millones. A pesar que varias acciones cumplen con el requerimiento del *float*, ellas quedan fuera de las posibilidades de inversión de las AFP dado que adicionalmente se requiere de la autorización previa de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS); procedimiento que aunque solo dure dos días pone en alerta al resto de inversores, quienes adquieren dichas acciones a la espera de luego revenderlas a las AFP⁵⁵.

74. Para agilizar el proceso de autorización y registro, y no afectar la administración eficiente del portafolio de los fondos de pensiones, existen diversas opciones como:

- Establecer criterios generales para la aprobación de instrumentos financieros elegibles como inversiones y no requerir en cada caso una autorización específica de la SBS. La revisión del cumplimiento de los requisitos establecidos debe ser ex - post y no ex - ante.
- Implementar procedimientos automáticos (*fast track*) para las emisiones con cláusulas estándares (*plain vanilla*) de emisores con grado de inversión y para el resto señalar un plazo máximo de inscripción, estableciendo el silencio administrativo positivo.
- Autorizar clases de activos (renta variable, renta fija, fondos mutuos, fondos de inversión y fondos alternativos) y no instrumentos específicos (bonos de un emisor en particular, por ejemplo).

75. La industria de fondos de inversión es una opción de inversión atractiva para los inversionistas institucionales y brinda una fuente alternativa de financiamiento para las empresas que no participan en el mercado de capitales.

76. Los fondos de pensiones se beneficiarían de un mayor desarrollo de los fondos de *Private Equity* ya que son un *asset class* interesante por la diversificación que brinda al portafolio de las AFP, al estar sujeto a otro tipo de

54 El *float* se define como las acciones que no se encuentran en poder del grupo accionario que ejerce el control de la empresa, sin efectuar mayores precisiones a este concepto.

55 La presencia de las AFP como accionistas puede tener importantes consecuencias en el desarrollo de las empresas al impulsar los Principios del Buen Gobierno Corporativo y al ejercer un rol vigilante sobre el desempeño de los accionistas controladores de la empresa y de la gerencia, a través de su participación (de forma minoritaria) en el Directorio. Con ello, se beneficiarían los accionistas minoritarios, ya que contarían con el respaldo de las AFP para asegurar un transparente y correcto desenvolvimiento de los negocios de la empresa.

volatilidades⁵⁶. A su vez, brindan la posibilidad de ingresar a otros sectores que no tienen representación en la BVL como son los sectores de salud y educación. Se debe evaluar que, para las AFP, las inversiones en *Private Equity* doméstico tengan su propio límite, el cual sea independiente del límite de acciones (actualmente existe un límite de este tipo solo para los fondos alternativos del exterior).

77. El mercado de capitales puede constituirse en una fuente de financiamiento de proyectos de infraestructura pública. La ausencia de proyectos de infraestructura o una oferta limitada de los mismos no es el principal problema para que los inversionistas institucionales financien el desarrollo de Asociaciones Público Privadas (APP) o concesiones. De acuerdo a comentarios de los participantes del mercado, las principales limitaciones se refieren a la extensión de los plazos, la obtención de una estructura de financiamiento adecuada y la certidumbre sobre los pagos futuros.

78. Acorde con las recomendaciones expuestas, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) menciona la necesidad de⁵⁷: i) fortalecer la etapa de diseño de las APP; ii) asignar adecuadamente los riesgos entre el sector privado y público; iii) fortalecer a los organismos reguladores en el diseño de las APP; iv) estandarizar los contratos; v) lograr mejor calce entre modelos financieros y regulatorios; y, vi) promoción de las APP a nivel regional a través de un fondo para financiar los estudios de preinversión.

La conformación de fideicomisos y fondos de infraestructura constituye un mecanismo para que las AFP inviertan en proyectos de largo plazo que sean rentables para sus afiliados y permitan reducir el déficit de infraestructura del país.

Cuadro 3.12 PROBLEMAS Y RECOMENDACIONES EN LOS PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA	
Extensos plazos en la estructuración de los proyectos y en la entrega de las concesiones	<ul style="list-style-type: none"> • Contar con la participación de estudios de abogados y estructuradores especializados. • Unificar los procedimientos, permisos y licencias de todos los órganos del Estado. • Agilizar los procesos de expropiación de terrenos privados por parte del Estado (infraestructura vial). • Replicar características del contrato y esquemas de financiamiento de proyectos pasados exitosos.
Incertidumbres en la estructura de financiamiento por parte del sector privado	<ul style="list-style-type: none"> • Contar con la participación de los inversionistas privados (AFP, por ejemplo) en la etapa inicial de la APP. • Desarrollar estructuras de financiamiento con una adecuada combinación riesgo-retorno para captar el interés de las AFP. • Agilizar mecanismos de registro de nuevos proyectos para las AFP.
Incertidumbre en el flujo de caja futuro de los proyectos (garantías del Estado)	<ul style="list-style-type: none"> • Establecer esquemas de ingresos mínimos garantizados por el Estado al concesionario. • Señalar que el apoyo financiero del Estado a los proyectos de inversión tenga la misma prioridad que el pago de servicio de deuda (Autorizaciones Presupuestales Multianuales). • Establecer fondos del Estado para asegurar el pago del apoyo financiero en el largo plazo.

56 El rendimiento de estos fondos estaría sujeto al desempeño de las empresas en que invierte y no en factores de mercado, como ocurre con las inversiones en acciones de empresas que cotizan en bolsa.

57 Presentación ante la Comisión de Economía del Congreso de la República, Ministerio de Economía y Finanzas, agosto de 2011.





79. La valuación y financiamiento de proyectos de infraestructura pública está más relacionada al *project finance*⁵⁸. Por ello, dada la naturaleza de estos proyectos, es conveniente que una proporción de las inversiones de las AFP en infraestructura se canalice indirectamente vía la adquisición de participaciones en fideicomisos y fondos de inversión especializados cuyos gestores pueden tener mayores conocimientos sobre la valoración de proyectos desde su etapa inicial, pre-operativa o en fase de construcción ("*greenfield projects*").

80. Así, en 2009, las AFP constituyeron un fideicomiso de US\$ 300 millones para financiar proyectos de infraestructura (principalmente a través de instrumentos de deuda). A la fecha, el fideicomiso ha invertido US\$ 180 millones en 2 proyectos: la plantas de tratamiento de agua de Taboada y la planta de trasvase de agua de Huascacocha.

81. Asimismo, a iniciativa del MEF, y como una medida contracíclica frente a la crisis internacional de 2008-2009, se formó un fondo de inversión de US\$ 460 millones, con aportes de US\$ 220 millones de las AFP, de US\$ 100 millones de COFIDE, de US\$ 40 millones de la CAF y de US\$ 100 millones de *Brookfield Asset Management*, que a su vez es el gestor y administrador de este fondo conjuntamente con AC Capitales SAFI. Este fondo demoró en entrar en funcionamiento ya que si bien en setiembre de 2009, el BID y la CAF adjudicaron el mandato de operación a *Brookfield* y AC Capitales, la autorización e inscripción del mismo por parte de la SBS en el Registro de Instrumentos de Inversión se dio en octubre de 2010.

El Fondo de Infraestructura Brookfield Perú aún no tiene recursos invertidos en proyectos de infraestructura.⁵⁹ Sin embargo, se han identificado algunos proyectos que pueden garantizar una buena rentabilidad como el proyecto Red Vial N° 4 (Carretera Pativilca-Trujillo), Puerto de Paita, Carretera del Sol tramo Trujillo- Sullana, Línea Amarilla, entre otros.

82. Se observan factores adicionales que constituyen retos para el mercado de capitales pero que a su vez ofrecen oportunidades para potenciar su desarrollo, mencionados en Reportes anteriores, y que incluyen:

a. Completar la 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 misma⁶⁰.

58 Es un mecanismo de financiación de inversiones de gran envergadura que se sustenta tanto en la capacidad del proyecto para generar flujos de caja que puedan atender la devolución de los préstamos como en contratos entre diversos participantes que aseguran la rentabilidad y mitiguen los riesgos del proyecto.

59 La SBS aprobó el registro del fondo de inversión para la adquisición por parte de las AFP a fines de 2010, cuando la necesidad por mayor gasto gubernamental ya no era necesaria (cambio de fase del ciclo económico).

60 El inconveniente de tener pocos puntos de referencia es que los emisores del sector privado 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 cuando se emiten instrumentos con plazos distintos a los de los bonos soberanos.

La disponibilidad de puntos de referencia ha mejorado con la emisión de bonos soberanos con plazo de vencimiento en setiembre de 2013. Sin embargo, el tramo corto (menor a dos años) no dispone de referencias relevantes (salvo por los Certificados de Depósitos del BCRP) y el tramo medio (de dos a seis años) posee adicionalmente solo las referencias de los bonos soberanos con plazo de vencimiento en mayo de 2015 y agosto de 2017.

- b. 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.

La creación de la figura de los bonos hipotecarios cubiertos, a través de la Ley N° 29637 del 24 de diciembre de 2010 y su respectiva reglamentación, es un paso importante para reducir las tasas de interés de los créditos. La ventaja de estos bonos es que están mejor garantizados y su marco normativo los hace más seguros. Las mejores calificaciones de riesgo que obtendrían estos instrumentos financieros permitirían a los bancos medianos y pequeños obtener fondos a largo plazo en el mercado de capitales a menores tasas de interés.

De otro lado, se debe extender a las empresas tituladoras 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 hipotecarios⁶¹.

- c. Falta desarrollar un mercado de Repos interbancarios.** El Repo interbancario es un instrumento que permitiría desarrollar un mercado de dinero garantizado, incrementando la maduración de los préstamos interbancarios (*overnight*) hasta plazos de 1 año. Sin embargo, existen trabas que dificultan su desarrollo, como la inseguridad jurídica que enfrentaría el prestamista (reportante) ante la imposibilidad de mantener el activo reportado ante una eventual insolvencia del prestatario (reportado). Una solución para este problema es la promulgación de una norma con rango de ley específica de repos, que asegure la transferencia de propiedad del activo reportado, y que esta transferencia prevalezca aun en casos de insolvencia⁶².

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

62 En línea con las recomendaciones fundamentales del FMI para el desarrollo del mercado de reporte que incluyen una clara definición de la transferencia de la propiedad de los valores involucrados en la operación y el *closed-out netting*, en el cual las partes acuerdan que en caso de un evento de insolvencia la operación sea valorada y neteada.





- d. La regulación tributaria no incentiva el uso del mercado de valores por parte de las empresas.** El crédito del sistema financiero tiene una clara ventaja tributaria, dado que los intereses que genera se encuentran inafectos (beneficio permanente) al pago del IGV; mientras que el pago de los intereses de los bonos emitidos en el mercado de capitales tiene una exoneración temporal que vence el 31 de diciembre de 2012 (Ley N° 29546 de junio de 2010).

Esta situación genera incertidumbre en los emisores de títulos de deuda en el mercado de valores sobre la continuidad del beneficio tributario, el cual podría ser eliminado y con ello se incrementaría el costo de financiamiento vía el mercado de capitales.

Recuadro 5
EVOLUCIÓN DE LA DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO PERUANO

La dolarización se entiende como la sustitución, parcial o total, de la moneda doméstica por el dólar en sus funciones de reserva de valor, medio de pago y unidad de cuenta. En la experiencia internacional, se identifica dos tipos: (i) la dolarización oficial (*de jure*), en la cual se produce el reemplazo total de la moneda local por el dólar mediante una decisión política; y, (ii) la dolarización parcial (*de facto*), en la cual coexiste la moneda local y el dólar, identificándose la dolarización de pagos, la dolarización financiera y la dolarización real. Específicamente, en este recuadro se analiza la evolución de la dolarización financiera (DF).

En la DF están latentes los riesgos de crédito y de liquidez. El primero se origina porque la mayoría de deudores genera sus ingresos en moneda local y toma prestado en moneda extranjera, lo cual puede afectar su capacidad de pago en caso de observarse fuertes depreciaciones de la moneda local, fenómeno que se conoce como el “efecto hoja de balance”. El segundo riesgo, de liquidez, se genera a partir del descalce de monedas en las operaciones bancarias, reflejada en una escasez de liquidez en moneda extranjera de los bancos ante una mayor demanda por dicha moneda por parte del público.

DOLARIZACIÓN DE LA BANCA (%)



Fuente: Balances de Comprobación.

Uno de los efectos de la DF es la amplificación de las crisis financieras, dado el “efecto hoja de balance”. Así, Armas et al. (2006)⁶³ sostiene que existe evidencia de que la DF está realmente asociada a una mayor propensión a las crisis financieras, a un uso limitado de la flexibilidad del tipo de cambio y, como resultado de esto, a una mayor volatilidad del producto. La DF se puede medir de varias formas; dos de ellas son: (i) la participación porcentual de los créditos en dólares sobre el total de créditos; y, (ii) la participación porcentual de los depósitos en dólares sobre el total de depósitos. Como se observa en el siguiente gráfico, ambos indicadores mantuvieron una tendencia decreciente desde inicios de 2001, acorde con la adopción del esquema de metas explícitas de inflación que permitió anclar las expectativas de inflación de los agentes, en un contexto de apreciación continua del Nuevo Sol.

63 Ver Armas, A., Ize, A. y E. Levy. “Dolarización Financiera: La Agenda de Política”. Banco Central de Reserva del Perú y Fondo Monetario Internacional. 2006.





No obstante ello, durante la reciente crisis financiera internacional de 2008 – 2009 se observó un incremento del nivel y volatilidad del tipo de cambio, respecto a los registrados en años previos. Las mayores expectativas de depreciación del tipo de cambio en dicho período provocaron, a su vez, un incremento en la dolarización financiera, básicamente de los depósitos. Similar episodio se observó durante el reciente proceso electoral, en el que nuevamente se produjo un incremento del nivel y volatilidad del tipo de cambio, aunque mucho menor que el registrado en 2008, lo que ocasionó un leve incremento de la dolarización.

En todos estos episodios, el mecanismo subyacente es la expectativa de tipo de cambio de los agentes económicos, la cual se exagera ante eventos que generan incertidumbre (lo que se refleja en la volatilidad del tipo de cambio), provocando que los agentes traten de cubrir el valor de su riqueza a través de la tenencia de activos denominados en dólares.



Fuente: BCRP.

Otro hecho observado durante la reciente crisis financiera fue la mayor sensibilidad en la dolarización de los depósitos versus la de los créditos ante incrementos del tipo de cambio. En el caso de los depósitos, el cambio de su denominación (de moneda nacional a moneda extranjera y viceversa) sería más flexible que en el caso de los créditos. Una probable explicación para ello es que los depósitos tienen, por definición, un menor plazo promedio (o duración) que los créditos.

A manera de conclusión, se puede decir que es importante monitorear la DF debido a su relación con la estabilidad financiera a través de la amplificación de las crisis financieras. La evidencia reciente indica que la DF ha venido disminuyendo, aunque la incertidumbre sobre la evolución del tipo de cambio puede afectar de manera temporal su tendencia; lo que, bajo determinadas circunstancias, puede afectarla de manera persistente. Lo importante es mantener políticas consistentes en el largo plazo que preserven la estabilidad macroeconómica y financiera para que la dolarización mantenga una tendencia decreciente y, con ello, mejorar la estabilidad del sistema financiero.

Ello se debe complementar con una adecuada regulación y supervisión del riesgo cambiario al que están expuestas las entidades financieras. Así, el marco normativo vigente incluye: (i) Resolución SBS N° 6328-2009 (Reglamento para el Requerimiento de Patrimonio Efectivo por

Riesgo de Mercado); (ii) Resolución SBS N° 1455-2003 (Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario) y sus modificatorias (Resolución SBS N° 15536-2010 que modifican los límites de posición global de sobrecompra de 75% a 60% del patrimonio efectivo y la Resolución SBS N° 10454-2011 que modifica el límite a la posición neta en productos financieros derivados de moneda extranjera (ME), estableciendo que éste no sea mayor al 30% del patrimonio efectivo o S/. 350 millones, el que resulte mayor); y (iii) Resolución SBS N° 041-2005 (Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario Crediticio).

La norma de administración del riesgo cambiario, en particular el límite a la posición neta en productos financieros derivados de moneda extranjera, es una medida de regulación macroprudencial que busca salvaguardar la estabilidad financiera de las empresas del sistema financiero, mitigando su exposición al riesgo de liquidez y cambiario. Así, a setiembre de 2011, la promulgación de la Res. SBS N° 10454-2011 limitó las posiciones de tres bancos en productos financieros derivados en ME.





Recuadro 6 ESQUEMA DE COMISIÓN POR SALDO PARA LAS AFP

En junio pasado, en el Sistema Privado de Pensiones peruano, se planteó la posibilidad de modificar el esquema de las comisiones por administración que cobran las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP), desde uno basado en un porcentaje del sueldo mensual del afiliado (*Percent of the Individual's Income-POI*) a otro basado en un porcentaje de la Cuenta Individual de Capitalización (CIC) del afiliado (*Assets Under Management-AUM*).

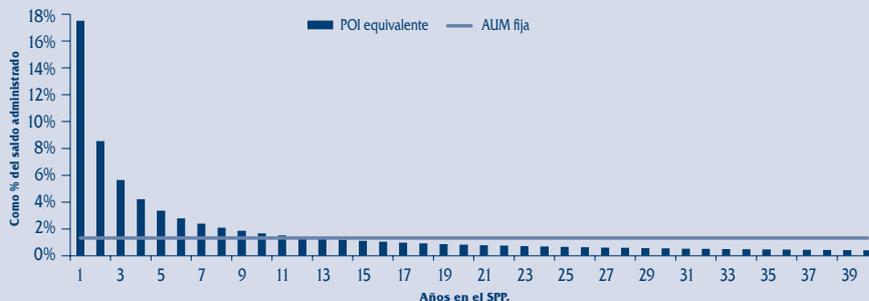
En el esquema actual POI, el afiliado paga en el mes t el servicio de administración del aporte previsional (10% del sueldo mensual), que realizará la AFP desde el mes $t+1$ hasta la jubilación del afiliado; es decir, el afiliado prepaga el servicio brindado por la AFP por la custodia e inversión de sus ahorros previsionales.

Comparación entre esquemas POI y AUM

En muchos países de la región latinoamericana, se eligió el esquema de POI debido a que permite recuperar más rápidamente la inversión inicial de las AFP, ya que en un esquema de AUM, los ingresos de las AFP dependerían del crecimiento del fondo de pensiones.

De acuerdo con diversos estudios del Banco Mundial⁶⁴, una debilidad del esquema de POI es que no se diferencia entre los años laborables restantes a la jubilación de cada afiliado. Así, a un afiliado con 60 años se le cobra la misma comisión por los futuros servicios de administración (5 años para jubilarse) que a otro de 40 años (25 años para jubilarse). Con ello, el esquema de POI registraría un subsidio de parte de los afiliados de mayor edad (próximos a jubilarse) hacia los afiliados más jóvenes.

Gráfico 1:
COMISIÓN POI VS AUM



Supuestos: Aporte previsional = 10% del sueldo. Tasa de rentabilidad real del fondo de pensiones = 5%. Comisión POI = 1,75% (% del sueldo). Comisión AUM = 1,4% (% de CIC).

Por otro lado, el esquema de AUM permitiría alinear los intereses del afiliado (maximizar su pensión de jubilación) con los de la AFP (maximizar sus ingresos por comisiones), ya que a

64 *Peru's Private Pension System. World Bank, 2003.*

mayor crecimiento de la CIC del individuo -debido a aportes o rentabilidad del fondo- mayores comisiones registrará la AFP. Sin embargo, se debe considerar que bajo el esquema de AUM, el cobro por comisiones reducirá la CIC del afiliado y, por ende, su pensión de jubilación.

Si la tasa cobrada se mantiene fija a lo largo de todo el periodo de análisis, el esquema de AUM, actualmente un referente del cobro de comisiones (*fees*) en la industria de administración de activos a nivel mundial, tendrá en sus primeros años un menor costo para un nuevo afiliado, respecto al esquema de POI (ver Gráfico 1), debido a la reducida CIC inicial. No obstante ello, mientras la CIC se incrementa en el tiempo (por nuevos aportes y por la rentabilidad obtenida del fondo de pensiones), ambos esquemas de cobro de comisiones registrarán el mismo nivel (como porcentaje de la CIC) y posteriormente, el esquema de AUM se volverá más oneroso para el afiliado. Por ejemplo, si la comisión AUM fuera 1,4% ambos esquemas registrarán el mismo nivel luego de 12 años de afiliación.

El número de años necesario para que ambos esquemas de cobro de comisiones registren el mismo nivel dependerá fundamentalmente de la rentabilidad del Fondo de Pensiones. Así, a un mayor rendimiento del fondo, el esquema de AUM presentará un nivel más elevado por un mayor número de años.

Transición de un esquema de POI a uno AUM

Uno de los principios que se deben considerar para modificar el esquema de comisiones actualmente vigente es el de Neutralidad, es decir el cobro de comisiones bajo un esquema u otro no debe perjudicar económicamente el gasto de comisiones de los afiliados.

Para ello, se debe recordar que los afiliados actuales han prepagado las comisiones de administración, por lo que se debe establecer algún mecanismo para no cobrarles doblemente comisiones puesto que en el esquema de AUM se requerirá que paguen una comisión sobre el valor total de su CIC, incluyendo aquellos aportes previsionales para los que previamente habían pagado una comisión.

Asimismo, la comisión del esquema de AUM deberá reducirse periódicamente en función a variables como el número de años faltantes para la jubilación del afiliado y la tasa de crecimiento de la CIC (en función de sus aportes principalmente).

Experiencias en la región: el caso de México

La implementación del sistema de comisiones AUM fue impuesta en México en el año 2008 y de manera obligatoria para todos los afiliados.

Una vez al año, las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORE) deben enviar sus propuestas de comisiones al ente regulador (CONSAR), y de no ser aprobadas, se les exige cobrar una comisión de AUM equivalente al promedio del mercado.

Desde marzo de 2008 a la fecha, las comisiones promedio en el sistema mexicano de pensiones se han reducido en 24% (desde 1,94% hasta 1,48%). Según estimados de la CONSAR, en el año 2013, se alcanzaría una comisión de AUM de 1%.





Otro factor que caracteriza el sistema previsional mexicano es la reducida elección de AFORES por parte de los nuevos afiliados (más de la tercera parte de éstos), por lo que la CONSAR asigna a dichos afiliados a la AFORE que haya registrado la mayor rentabilidad neta de comisiones en el último año.

Dada la reducida diferenciación en las rentabilidades de las AFORE (alta concentración en activos del Gobierno, aproximadamente 60% del fondo de pensiones), el criterio principal de la CONSAR para asignar a los nuevos afiliados termina siendo el menor nivel de comisiones AUM. Por lo que las AFORES tienen el incentivo a reducir cada año su comisión para recibir a un mayor número de afiliados.

Cabe mencionar que cada afiliado asignado por la CONSAR debe permanecer por lo menos 12 meses en la AFORE elegida, lo que le permite a dicha entidad tener un periodo cierto y conocido para administrar las cuentas de ahorro previsional de sus afiliados.

IV. SISTEMAS DE PAGOS

83. En el periodo de doce meses que termina en setiembre de 2011 se registró un crecimiento significativo de las transferencias cursadas a través de los Sistemas de Pagos de importancia sistémica de 32,6% en valor y 11,9% en volumen⁶⁵. El crecimiento en el valor y volumen de las transacciones en el período se explica, principalmente, por el aumento de las operaciones del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR) y del Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV). Además, cabe destacar el crecimiento en el volumen de las transferencias de crédito procesadas por el sistema administrado por la Cámara de Compensación Electrónica (CCE).

Cuadro 4.1
SISTEMAS DE PAGOS DE IMPORTANCIA SISTÉMICA
(Promedio Diario)

Transacciones por Sistema (MN+ME)			Acumulado últimos 12 meses			Estructura % últimos 12 meses		Var. % 12 meses		
	2009	2010	Set.09	Set.10	Set.11	Set.10	Set.11	10/09	Set.10/Set.09	Set.11/Set.10
LBTR										
Valor (mill. S/.)	7 566	9 633	7 237	8 588	11 503	91,6	92,5	27,3	18,7	33,9
Volumen (unidades)	2 330	2 239	2 286	2 217	2 557	4,8	4,9	-3,9	-3,0	15,4
SMLV										
Valor (mill. S/.)	84	97	76	91	133	1,0	1,1	16,2	19,5	45,7
Volumen (unidades)	1 327	1 148	1 327	1 045	1 608	2,2	3,1	-13,5	-21,3	53,9
CCE										
Valor (mill. S/.)	610	728	612	699	800	7,5	6,4	19,3	14,2	14,4
Volumen (unidades)	40 483	44 674	40 437	43 376	48 006	93,0	92,0	10,4	7,3	10,7
Cheques										
Valor (mill. S/.)	550	622	558	609	656	6,5	5,3	13,2	9,2	7,6
Volumen (unidades)	33 338	33 788	33 791	33 829	33 282	72,5	63,8	1,3	0,1	-1,6
Transferencias de Crédito										
Valor (mill. S/.)	60	105	54	90	144	1,0	1,2	75,3	65,8	60,4
Volumen (unidades)	7 144	10 886	6 647	9 546	14 724	20,5	28,2	52,4	43,6	54,2
TOTAL										
Valor (mill. S/.)	8 260	10 457	7 926	9 379	12 436	100,0	100,0	26,6	18,3	32,6
Volumen (unidades)	44 140	48 061	44 050	46 637	52 171	100,0	100,0	8,9	5,9	11,9

Fuente: BCRP.

84. Las transferencias efectuadas a través del Sistema LBTR aumentaron en 33,9% en valor y en 15,4% en volumen, lo que contrasta con la reducción de 3% en el número de transacciones registrado en los 12 meses previos. El monto de las transferencias por el Sistema LBTR aumentó en 41,7% en moneda nacional. Ello, principalmente por el crecimiento de las transferencias propias de las empresas del sistema financiero (46,9%), ligado en gran parte a operaciones de compra venta de moneda extranjera, en un contexto de volatilidad del tipo de cambio en el período electoral y la agudización de la crisis internacional. Por su parte, los pagos

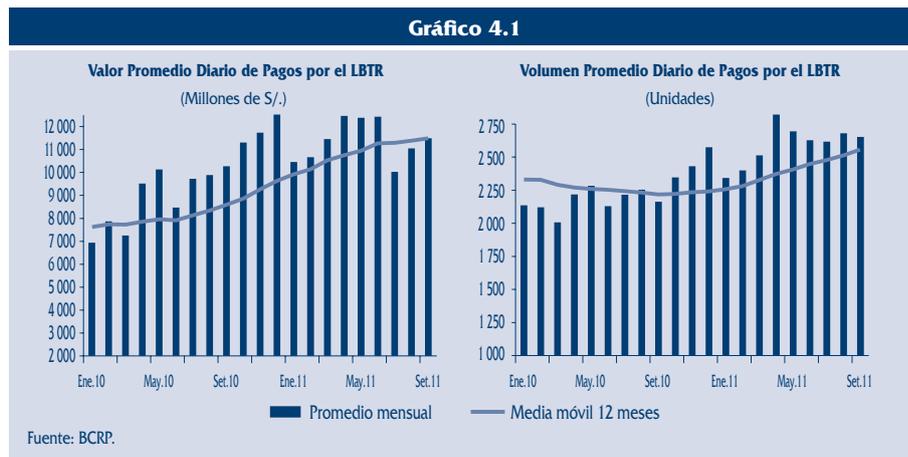
⁶⁵ Salvo que se señale otro concepto, las estadísticas de valor y volumen son expresadas en promedio diario de los últimos 12 meses.



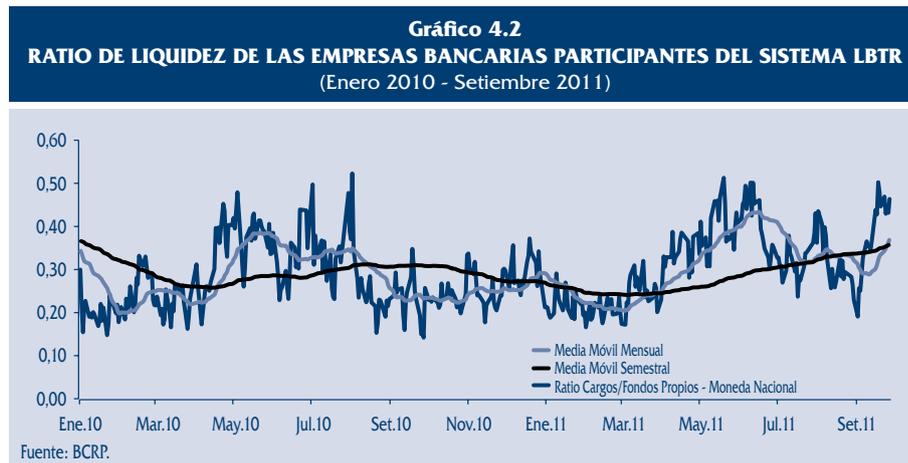


realizados por cuenta de clientes crecieron 36,7%, impulsados por el incremento de la actividad económica.

El monto de las transferencias en moneda extranjera por el Sistema LBTR aumentó en 26,3%, registrando los pagos realizados por cuenta de clientes un 28% de incremento.



85. **En el período de abril-setiembre de 2011, el ratio de liquidez en moneda nacional⁶⁶ ha mostrado una tendencia creciente, pasando el promedio semestral de 0,24 a 0,36.** El incremento en el ratio se explica por la reducción en el segundo trimestre del año de los depósitos a plazo en moneda nacional del sistema financiero en el BCRP, afectando el denominador del ratio, lo que refleja un cambio en el portafolio de la banca, que demandó una menor cantidad de moneda nacional y mantuvo mayor liquidez en US dólares, debido al contexto interno y externo de incertidumbre.



66 El ratio de liquidez es un indicador de riesgo que compara las obligaciones diarias de los bancos en los Sistemas de Pagos respecto de los recursos líquidos que mantienen en el BCRP o en valores emitidos por este. Así, niveles del ratio por debajo de 1 son señales de holgura de liquidez en los sistemas de pagos.

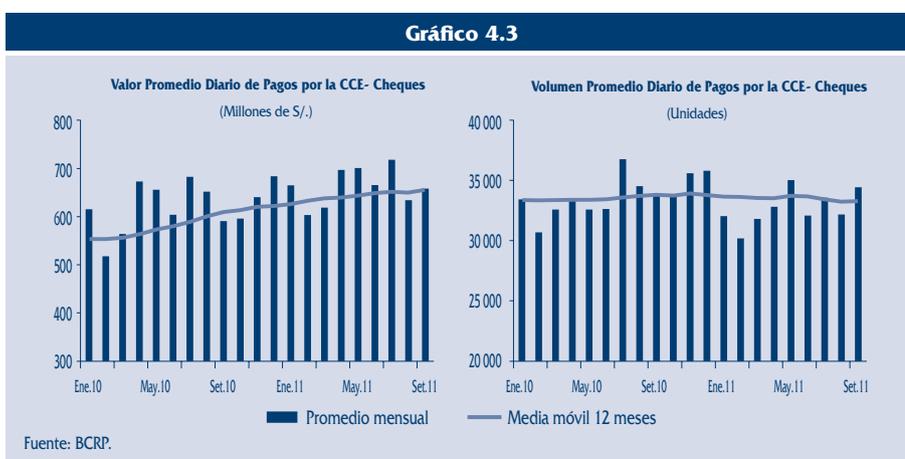
Sin embargo, el mencionado ratio mantiene un nivel bajo, lo que desde una perspectiva de riesgo sistémico asegura que se concluya adecuadamente con los ciclos operativos de los sistemas de pagos.

86. En el marco de la política de introducción de mejoras continuas en la seguridad y la eficiencia operativa de los sistemas de pagos, el 5 de setiembre el BCRP implementó la segunda fase del proyecto de modernización del Sistema LBTR, que permite que los canales de atención de los bancos se integren al Sistema LBTR facilitando el procesamiento automatizado de las transacciones solicitadas por sus clientes, brindando una mayor eficiencia, al dejar de lado procesos manuales, lo que va a significar una reducción de sus costos.

Un aspecto a resaltar es que el nuevo Sistema LBTR facilita el acceso a las entidades financieras no bancarias, para que puedan efectuar en forma electrónica sus transferencias de fondos, haciendo más seguras y eficientes sus transacciones, apoyando con ello la inclusión financiera, considerando los segmentos que estas instituciones atienden.

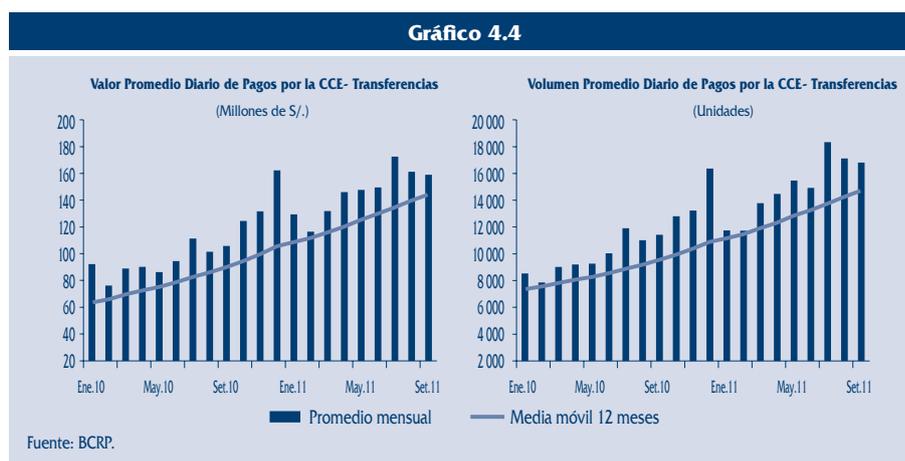
87. A partir de octubre de 2011 el BCRP ha establecido una reducción de tarifas del Sistema LBTR cobradas a los participantes y ha incluido un mecanismo de incentivo para el incremento del volumen de las transferencias electrónicas. Esta reducción de tarifas, junto con las mejoras en eficiencia y reducción de costos generadas por el nuevo Sistema LBTR, debería propiciar que los Participantes a su vez reduzcan las comisiones que cobran a sus clientes, con la finalidad ulterior de impulsar el mayor uso de este sistema.

88. Las operaciones procesadas por la CCE aumentaron en 14,4% y 10,7% en valor y volumen, respectivamente, destacando el dinamismo de las transferencias de crédito por la mayor aceptación y uso de los instrumentos de pago electrónicos por parte de la población.





Las transferencias de crédito⁶⁷ en el periodo registraron un significativo crecimiento: 60,4% en valor y 54,2% en volumen. En el caso de cheques, el crecimiento en valor fue moderado (7,6%), mientras que su volumen se redujo en 1,6%. Estas tendencias han permitido un crecimiento en la participación de las transferencias de crédito en el volumen total de los sistemas de pagos de 20,5% a 28,2%, mientras que los cheques decrecieron de 72,5% a 63,8%.



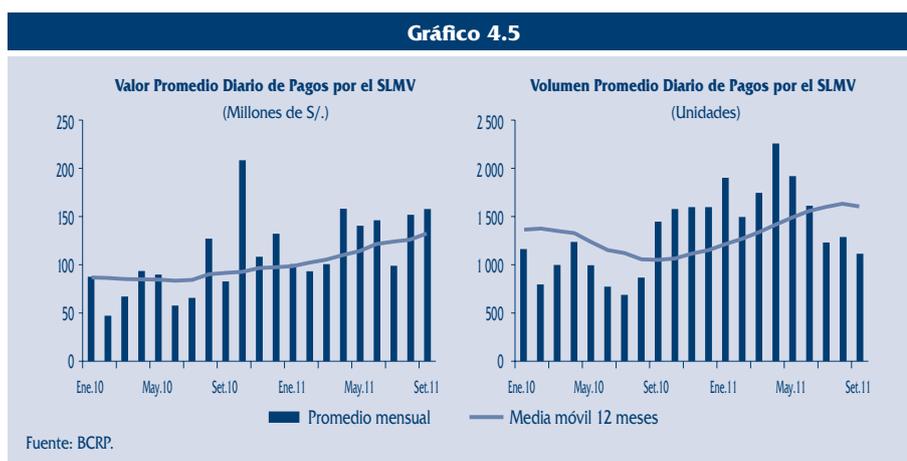
89. Desde el 7 de noviembre está disponible una tercera sesión de transferencias de crédito en la CCE. Esta medida fue aprobada por el BCRP en abril de 2011, mediante Circular N° 011-2011-BCRP, beneficiando a los clientes porque se añade una nueva sesión de compensación que se liquida en el mismo día de ordenada la transferencia y reduce el lapso de espera para la disponibilidad de los fondos por parte de los beneficiarios.

90. El valor de las operaciones procesadas en el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) creció en 46% en el período, mientras que el número de operaciones lo hizo en 54%. Las operaciones de Rueda de Bolsa liquidadas en el SLMV crecieron 65,2% y 54,1% en valor y volumen, respectivamente, durante el período de análisis. Dicha evolución se enmarca en la tendencia creciente de la negociación en Rueda de Bolsa observada durante el año e intensificada por la alta volatilidad que mostró el mercado durante el segundo trimestre del año. Asimismo, operaciones puntuales⁶⁸ explicaron gran parte del crecimiento observado. Cabe señalar que las operaciones en Rueda de Bolsa representan el 67,5% del valor y 99,1% del volumen total de operaciones liquidadas en el SLMV.

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

68 La negociación privada del 10% de acciones de Volcan Compañía Minera, la Oferta Pública de Adquisición de Golds Field La Cima y una operación cruzada de S/. 785 millones de Minera Corona.

91. **Por su parte, las operaciones con valores del gobierno nacional mostraron un incremento de 17,1% y 35,5% en valor y volumen de operaciones, respectivamente.** Este resultado se enmarca en la intensa actividad observada durante el segundo y tercer trimestre del año en el mercado de deuda pública, en el contexto electoral.



92. **Como parte de su estrategia para promover los pagos electrónicos, el Banco Central capacitó a más de ochenta funcionarios de las empresas del sistema financiero y organismos reguladores, en el primer curso sobre los sistemas de pagos en el Perú.** En este curso que se llevó a cabo el 26 y 27 de setiembre último, se difundió los principales aspectos del diseño, funciones e importancia de los sistemas de pagos que operan en el país. Un aspecto que se destacó fue el potencial de los sistemas de pagos como mecanismo de inclusión financiera.

Asimismo, el BCRP lleva a cabo regularmente charlas sobre las transferencias electrónicas y viene difundiendo un video sobre las ventajas de dicho instrumento de pago.

93. **El Proyecto de Ley del dinero electrónico está siendo elaborado y coordinado en el ámbito del Poder Ejecutivo, para ser presentado al Congreso de la República.** Dicho proyecto es importante porque regulará las características básicas del dinero electrónico y establecerá el marco normativo y de supervisión de las empresas emisoras, dando seguridad a los usuarios del servicio. El desarrollo del dinero electrónico, por ejemplo mediante pagos móviles (con celulares), favorecerá la inclusión financiera de las personas de menores ingresos, en especial de las que viven en zonas alejadas.





V. MARCO LEGAL

94. Entre abril y octubre de 2011, los principales cambios regulatorios en el Perú estuvieron enfocados en el fortalecimiento del mercado de capitales, la mejora en el proceso de inversión de los Fondos de Pensiones administrados por las AFP y la aplicación de medidas macroprudenciales para mantener la estabilidad financiera.

95. Fortalecimiento del Mercado de Capitales.

El Congreso de la República aprobó la Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores (Ley N° 29782 del 28 de julio), que modificó la estructura organizativa y funcional de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), ahora denominada Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). En el Recuadro 7, se mencionan las nuevas atribuciones del Superintendente y del Directorio de la SMV.

Por otro lado, se dictó la Ley N° 29720 (25 de junio), que buscó promover las emisiones de valores mobiliarios (renta variable y fija) en el mercado local de capitales, mediante la agilización de la emisión y la negociación inmediata de acciones una vez aprobado un aumento de capital, por ejemplo. Asimismo, las empresas que participan en el mercado público de valores y que se encuentran sujetas al régimen de revelación de información podrán financiarse por encima de su patrimonio efectivo sin constituir garantías adicionales.

La mencionada Ley estableció también que las sociedades o entidades distintas a las que se encuentran bajo la supervisión de la SMV, cuyos ingresos anuales por venta de bienes o prestación de servicios o sus activos totales sean iguales o excedan a 3 000 Unidades Impositivas Tributarias (S/. 10,8 millones), deberán presentar a la SMV sus estados financieros auditados. Esta medida tiene como objetivo reducir los costos financieros de las empresas al brindar mayor información financiera al mercado, tal como se señala en el Recuadro 4 “Central de Balances de Empresas No Financieras”.

96. Proceso de Inversión de los Fondos de Pensiones administrados por las AFP.

Mediante la Ley N° 29759 (21 de julio), se incrementó el límite legal de inversión en el exterior de las AFP de 30% a 50% del portafolio administrado. Esta medida busca que las AFP dispongan de una mayor flexibilidad para responder a las situaciones cambiantes del mercado local y extranjero y reduzcan su exposición al riesgo doméstico. Cabe notar que el límite operativo lo fija el BCRP y actualmente es 30% del portafolio administrado.

97. Por otro lado, la SBS, mediante Resolución N° 8609-2011 (27 de julio), modificó el Título VI del Compendio de Normas del SPP referido a Inversiones, que busca ampliar y detallar los lineamientos mínimos de la política de inversiones que deben seguir las AFP en el manejo de las carteras administradas.

Esta Resolución concede un amplio margen para que las AFP definan la política de inversión global por tipo de fondo y para cada categoría de instrumento, incluyendo criterios de selección de instrumentos, construcción de portafolio, modelos de optimización, definición de índices de referencia, criterios de inversión activa (proactiva por la AFP) y pasiva (replicando un índice o benchmark) y políticas de administración de inversiones internas (por la propia AFP) o externas (contratación de manejadores especializados de fondos).

Se considera que esta Resolución es el primer paso para modificar el esquema de registro de nuevos instrumentos de inversión, el cual pasará de ser uno en el cual la SBS aprueba cada instrumento a otro donde el supervisor aprobará el proceso de inversión de cada AFP en las cuatro categorías de instrumentos de inversión existentes (renta fija, renta variable, instrumentos de corto plazo y derivados) y sus respectivas subclases (instrumentos locales y extranjeros); posteriormente cada AFP registrará automáticamente los instrumentos de inversión que considere necesarios para maximizar la relación retorno-riesgo de los Fondos de Pensiones bajo su administración.

98. Aplicación de Medidas Macropрудenciales para mantener la Estabilidad Financiera.

Mediante la Resolución N° 8425-2011 (21 de julio), la SBS aprobó el Reglamento para el Requerimiento de Patrimonio Efectivo Adicional (PEA). Esta Resolución exige a las empresas del sistema financiero establecer PEA por riesgos como el Ciclo Económico, la Concentración Individual, Sectorial y Regional de la cartera crediticia, la Concentración de Mercado (“Demasiado Grande para Caer”), las Variaciones en la Tasa de Interés en el libro bancario y la Propensión al Riesgo de Crédito (empresas que registran altas pérdidas por riesgo de crédito con respecto a su patrimonio efectivo).

Este Reglamento finaliza la adopción del Acuerdo de Adecuación de Capital Basilea II que inició la SBS en el año 2008, estableciendo una metodología pública para que las empresas puedan establecer requerimientos de PEA en función a su perfil de riesgo; e incorpora algunos requerimientos del nuevo Acuerdo de Adecuación de Capital Basilea III (aprobado en el año 2010) por riesgos como las fluctuaciones del ciclo económico y la concentración de mercado.

99. Por otra parte, mediante Resolución N° 10454-2011 (9 de octubre), la SBS redujo la posición neta en productos financieros derivados de moneda extranjera





que las empresas del sistema financiero puedan registrar con respecto a su patrimonio efectivo. La Resolución endureció el límite anterior, reduciéndolo desde el 40% del patrimonio efectivo de la empresa (ó S/. 400 millones, el que resulte mayor) a 30% del patrimonio efectivo (ó S/. 350 millones, el que resulte mayor).

100. **Finalmente, mediante Ley N° 29773 (27 de julio), se aprobó la modificación del Texto Único Ordenado del Impuesto a la Renta (IR)** que señala que las ganancias obtenidas por sujetos no domiciliados en el país provenientes de instrumentos derivados de monedas (*forwards* y opciones, por ejemplo) estarán gravadas con el IR, siempre y cuando el plazo efectivo de dichos instrumentos sea menor al que se establezca mediante reglamento (180 días).

Recuadro 7
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

El 28 de julio de 2011, se publicó en el diario oficial El Peruano la Ley N° 29782, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores (la Ley), que busca mejorar el marco regulatorio y la supervisión del mercado de valores a través de la transformación de la Comisión Nacional Supervisora de Empresa y Valores (CONASEV) en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Los objetivos de la Ley son agilizar la toma de decisiones de la SMV, aumentar su autonomía funcional, otorgarle autonomía presupuestal para el año 2011 y dotar de protección legal a sus principales funcionarios.

La Ley señala como funciones de la SMV:

- i. Dictar las normas legales que regulen materias del mercado de valores, mercado de productos y sistema de fondos colectivos.
- ii. Supervisar el cumplimiento de la legislación del mercado de valores, mercado de productos y fondos colectivos por parte de las personas naturales y jurídicas participantes.
- iii. Promover y estudiar el mercado de valores, de productos y el sistema de fondos colectivos.
- iv. Supervisar el cumplimiento de las normas internacionales de auditoría por parte de las sociedades auditoras contratadas por las personas naturales o jurídicas supervisadas.

Estructura organizativa de la SMV

La Ley modifica la estructura organizativa de la CONASEV, incorporando el puesto de Superintendente del Mercado de Valores, redefiniendo el rol y la composición del Directorio y eliminando la Gerencia General.

El Superintendente es la máxima autoridad ejecutiva, titular del pliego presupuestario de la SMV, preside el Directorio y ejerce la representación oficial de la institución. Es designado por el Poder Ejecutivo mediante Resolución Suprema refrendada por el Ministro de Economía y Finanzas. La designación es por seis años, periodo no renovable inmediatamente.

El Directorio se compone del Superintendente y cuatro directores nombrados por el Poder Ejecutivo, mediante Resolución Suprema refrendada por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Tres son funcionarios públicos designados por el MEF, el BCRP y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), respectivamente. El cuarto es un director independiente, quién debe carecer de conflictos de interés y no encontrarse vinculado en el ejercicio de su profesión con las materias bajo competencia de la SMV⁶⁹. Los directores son nombrados por un periodo

69 El 18 de setiembre pasado, mediante Resolución SMV N° 002-2011-EF/94.01.1, se aprobó que los gremios que reúnen a los agentes del mercado de capitales propondrán una terna de candidatos al Directorio de la SMV, quien la remite al MEF. El MEF elegirá de esta terna o propondrá su propio candidato del sector privado (en caso los candidatos no satisfagan los requisitos), el cual será ratificado por el Presidente de la República. En caso de la elección del primer director independiente, se señala que el MEF podrá proponer directamente el candidato.





de seis años, no renovable inmediatamente. El Directorio aprueba las políticas y objetivos institucionales de la SMV y la normativa aplicable a los mercados bajo su competencia.

Principales atribuciones del Superintendente y del Directorio

La separación de las actividades de supervisión, a cargo del Superintendente, y regulación, a cargo del Directorio, busca que el Superintendente asuma un rol ejecutivo (autorizaciones, inspecciones, sanciones, dirección de la entidad, entre otras funciones), agilizando las decisiones de la institución; mientras que el Directorio se centra en la discusión de los cambios normativos relativos a la conducta de los mercados (transparencia de información, organización de los mercados, correcta formación de precios y protección al inversionista, entre otros).

El Superintendente absorbe diversas tareas que realizaban anteriormente el Gerente General y el Directorio de la CONASEV. Las principales funciones del Superintendente son otorgar las autorizaciones de organización y funcionamiento a las personas jurídicas sujetas a su control, autorizar el funcionamiento de mecanismos centralizados de negociación, llevar el Registro Público del Mercado de Valores, ejercer la supervisión consolidada de las entidades a las que otorgue autorización de funcionamiento y a sus empresas controladas y disponer investigaciones e inspecciones de documentos.

Asimismo, el Superintendente deberá intervenir los locales donde se presume la realización de actividades exclusivas de las personas autorizadas por la SMV; imponer sanciones a quienes contravengan las normas bajo su competencia; dictar las medidas cautelares y/o correctivas de oficio o a petición de parte; requerir un nivel mínimo de capital operativo a las empresas que autorice; contratar, suspender, remover o cesar al personal de la SMV; y, programar, formular y proponer al Directorio, para su aprobación, el presupuesto anual de la SMV, así como ejecutarlo.

Por su parte, el Directorio deberá aprobar las políticas y objetivos institucionales; aprobar la normativa del mercado de valores, mercado de productos y fondos colectivos; así como aquellas a que deben sujetarse las personas naturales y jurídicas sometidas al control y supervisión de la SMV; dictar las normas para la elaboración y presentación de estados financieros individuales y consolidados de las empresas y entidades comprendidas en la supervisión, de acuerdo con las normas internacionales de información financiera (NIIF); tipificar las conductas infractoras del mercado de valores de productos y fondos colectivos; proponer los proyectos de ley sobre materias de su competencia institucional; establecer los derechos y contribuciones para el sostenimiento de la SMV; y, aprobar el presupuesto anual, los estados financieros y la memoria anual de la institución.

Medidas adicionales

La Ley también permitió dotar de protección legal a los principales funcionarios de la SMV, ya que estableció que cualquier denuncia penal contra el Superintendente, los Directores o Superintendentes adjuntos por actos realizados en el ejercicio de sus funciones y hasta cinco años después de haber cesado en éstas, será interpuesta directamente ante el Fiscal de la

Nación. Esta protección es similar a la que tienen en la actualidad los principales funcionarios de la SBS, incluido el Superintendente.

Asimismo, la Ley señala que, en los asuntos de competencia de cualquiera de los órganos resolutiveos de la SMV, los participantes del mercado de capitales no podrán recurrir al Poder Judicial, en tanto no se haya agotado previamente la vía administrativa. En la Ley, se entiende que la vía administrativa queda agotada solamente cuando se obtiene la resolución final respectiva. Esta última medida busca perfeccionar los mecanismos de resolución de conflictos de la SMV, otorgándole mayor autonomía con respecto a las resoluciones del Poder Judicial.





Recuadro 8 REGULACIÓN DEL RIESGO DEMASIADO GRANDE PARA CAER

Los reguladores de los sistemas bancarios a nivel mundial han planteado un conjunto de medidas que buscan reducir los riesgos al sistema financiero que generan los intermediarios financieros denominados *Too Big to Fail* (Demasiado Grandes para Caer). El objetivo de estas medidas es reducir el riesgo moral que generan estos intermediarios al suponer que serán rescatados por los gobiernos (*bail-out*), debido a su importancia (en términos de activos o pasivos, por ejemplo) dentro de los sistemas financieros.

A la fecha, las medidas que se vienen exigiendo se enfocan en aumentar el capital regulatorio; desarrollar planes de resolución de crisis (*living wills*); e, incluso, limitar los negocios de banca universal (depósitos y préstamos) y los de banca de inversión.

Los países o comités bancarios que han determinado nuevas regulaciones a los bancos demasiado grandes para caer (TBTF) son:

EE.UU.: Con la promulgación de la *Dodd-Frank Act* en julio de 2010, el *Financial Stability Oversight Council* (consejo de riesgo macroprudencial) será el encargado de determinar qué entidades (bancos o compañías de seguro) serán consideradas TBTF sobre la base de criterios como tamaño de activos (superiores a US\$ 50 mil millones) y que el 85% de sus actividades sean financieras.

La designación de una entidad como sistémicamente importante significará también que dicho intermediario sea regulado y supervisado por la Reserva Federal, quien deberá aprobar el *living will* de la entidad y podría exigirle cambios a la estructura corporativa, con miras a facilitar su liquidación en caso de insolvencia.

Suiza: El 30 de setiembre de 2010, la “Comisión de expertos para limitar los riesgos económicos generados por grandes empresas” publicó su informe final, que recomendó un requerimiento adicional de capital a los bancos TBTF (*Progressive Component*), el cual depende linealmente de la cuota de mercado de los bancos (activos o depósitos, el mayor). Con información al tercer trimestre de 2010, esta mayor carga de capital alcanzaría el 6% de los Activos Ponderados por Riesgo (APR) de cada uno de los dos principales bancos (Credit Suisse y UBS).

El capital regulatorio total de los bancos TBTF alcanzaría el 19% de los APR y estaría dividido en: i) capital básico de 4,5% de los APR (únicamente capital social y utilidades retenidas con acuerdo de capitalización); ii) una reserva o *buffer* para conservación de capital, subdividida en 5,5% de APR (capital social) y 3% de APR (instrumentos CoCos⁷⁰); y, iii) el componente para el manejo de crisis sistémica, que varía según la participación de mercado y el tamaño de la entidad (6% de los APR).

Basilea III: El 25 de junio de 2011, el grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea acordó recomendar que los supervisores domésticos

70 Ver Recuadro 1 del Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2011.

exijan capital adicional a los bancos globales TBTF, el cual variaría entre **1% y 2,5% de los APR**, dependiendo de la participación de mercado del banco y del tamaño de operaciones dentro y fuera del balance. Este requerimiento adicional estaría conformado por capital social y utilidades con acuerdos de capitalización (capital de nivel 1 o *Tier 1*).

El Comité de Basilea ha propuesto una metodología para determinar a qué entidades les corresponde este nuevo requerimiento, la cual se basa en cinco categorías⁷¹: (i) tamaño de la entidad (exposiciones totales dentro y fuera del balance); (ii) interconexión (activos y pasivos interbancarios, fuentes de financiamiento mayoristas); (iii) grado de sustituibilidad (activos bajo custodia, pagos compensados y liquidados a través del sistema de pagos, montos de transacciones estructuradas en los mercados de renta fija y renta variable); (iv) actividad global (activos y pasivos con el resto del mundo); y, (v) complejidad (monto notional de derivados *Over the Counter*, inversiones valorizadas como “ilíquidas”, portafolios de activos que componen la cartera de negociación y los disponibles para la venta).

El periodo de adecuación para este requerimiento empezaría en el año 2016 y finalizaría en el año 2019. Asimismo, el Comité ha estimado⁷² que esta medida (aumento del capital en 1% de los APR) es beneficiosa para la economía mundial, ya que reduce la probabilidad de una crisis sistémica global y sus costos asociados (2,5% del PBI).

Europa: El 20 de julio de 2011, la Comisión Bancaria Europea publicó las *Capital Requirements Directives IV*, que buscan aumentar el capital de los bancos y aplicar las recomendaciones del Comité de Basilea (Basilea III). En ese documento, la Comisión no señala requerimientos adicionales de capital o regulaciones especiales para los bancos sistémicamente importantes.

Reino Unido: En setiembre de 2011, se publicó el *Independent Commission on Banking* (reporte *Vickers*), que busca fortalecer el sistema bancario inglés a la luz de la reciente crisis financiera internacional, a través de mayores requerimientos de capital (capital de nivel 1 equivalente al 10% de los APR y capital total entre 17% y 20% de los APR) y reformas estructurales, como exigir que las operaciones que se financien con depósitos del público (banca universal) se realicen bajo la constitución de subsidiarias. El documento recomienda que la carga adicional de capital para bancos sistémicamente importantes y aquellos con importantes depósitos del público se encuentre entre 7% y 10% de los APR, la cual podría realizarse con capital básico (capital social o utilidades retenidas con acuerdos de capitalización) o deuda contingente convertible (CoCos). Estas propuestas se aplicarían íntegramente en el año 2019.

Perú: En julio de 2011, la SBS publicó el Reglamento de Patrimonio Efectivo Adicional-PEA (Resolución N° 8425 – 2011), que exige a las empresas del sistema financiero a aumentar su

71 “Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement for Global Systemically Important Banks”. *Bank for International Settlements* (BIS), julio de 2011.

72 “Assessment of the macroeconomic impact of higher loss absorbency for global systemically important banks” BIS, octubre de 2011.





patrimonio efectivo por nuevos riesgos como concentración de la cartera crediticia (clientes, sector económico y regional), cambios en tasas de interés de la cartera crediticia, ciclo económico y concentración de mercado (TBTF), entre otros.

Con información a noviembre de 2010, el requerimiento total del sistema bancario por concentración de mercado ascendería a **0,3% de los APR**, el cual debía ser implementado por los principales cuatro bancos (cargas adicionales entre 0,6% y 0,1% de los APR), considerando el tamaño de sus activos respecto al total de activos del sistema financiero y al Producto Bruto Interno. La SBS ha señalado un cronograma de adecuación de cuatro años que se inicia en julio de 2012 (40% del PEA exigido) y culmina en julio de 2016 (100% del PEA exigido).

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 plazos 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: Proceso mediante el cual se sustrae del conjunto de derechos de cada Participante de un Sistema de Pagos o de Liquidación de Valores las obligaciones que mantiene con los demás Participantes, que provienen de la ejecución de Órdenes de Transferencia de Fondos o de Valores, aceptadas por el respectivo Sistema para un determinado período de Compensación. Los derechos y obligaciones se sustituyen por un único derecho o por una única obligación (saldo neto resultante). La compensación se efectúa de conformidad con las normas de funcionamiento del Sistema.

Depósitos: Comprende las obligaciones derivadas de la captación de recursos de las empresas y hogares principalmente, mediante las diferentes modalidades, por parte





de las empresas del sistema financiero expresamente autorizadas por Ley. (Fuente: SBS)

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

Entrega contra pago: Enlace entre un Sistema de Liquidación de Valores y un Sistema de Pagos que garantiza que la entrega de valores (transferencia de valores) ocurre única y exclusivamente si se realiza el pago (transferencia de fondos).

Liquidación: Proceso mediante el cual se cumple definitivamente con las obligaciones provenientes de las Órdenes de Transferencia Aceptadas o de los saldos netos resultantes de su Compensación, de acuerdo con las normas de funcionamiento del Sistema de Pagos o de Liquidación de Valores. En el Sistema de Pagos, la liquidación consiste en el traslado de fondos (cargos y abonos) entre las cuentas de los Participantes; en el Sistema de Liquidación de Valores, la liquidación consiste en el cargo y abono de valores y de los fondos respectivos en las cuentas de los titulares o Participantes.

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

ME: Moneda Extranjera, Dólares de los EE.UU.

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

MN: Moneda Nacional, Nuevos Soles.

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 al riesgo crediticio de los créditos indirectos de deudores clasificados en categoría Normal. (Fuente: SBS)

Rango Intercuartil: Diferencia entre el tercer y primer cuartil de una distribución.

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

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

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

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

Riesgo de Mercado: Es la probabilidad de tener pérdidas en posiciones dentro y fuera de la hoja del balance, derivadas de movimientos en los precios de mercado. Se incluye 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, 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 Compensación y Liquidación de Cheques y de Otros Instrumentos Compensables (CCE): Sistema de Pagos que procesa un gran número de pagos de bajo valor mediante cheques y transferencias de crédito. Su administrador es la Cámara de Compensación Electrónica S.A.

Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR): Sistema de Pagos que liquida órdenes de transferencias de fondos de alto valor, el resultado de los otros sistemas y las operaciones de política monetaria. Su administrador es el BCRP.

Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV): Sistema de pagos que procesa la liquidación de fondos por operaciones en Rueda de Bolsa y de la





Negociación de Valores Emitidos por el Gobierno Nacional. Su administrador es CAVALI.

Sistemas de Pagos: Es el conjunto de instrumentos, reglas y procedimientos cuya finalidad es la ejecución de órdenes de transferencias de fondos entre sus participantes. La Ley de Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores (Ley N° 29440) reconoce tres sistemas de pagos: (1) Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real; (2) Los Sistemas de Compensación y Liquidación de Cheques y de Otros Instrumentos Compensables y (3) Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores.

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

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

Transferencia de crédito: Instrumento de pago por el cual se instruye a la Entidad Participante Originante de un Sistema de Pagos para que transfiera una suma de dinero a la Entidad Participante Receptora a favor de un beneficiario.