



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2014



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2014

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

Mayo 2014

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2014

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
PREFACIO	5
RESUMEN	6
I. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA INDIRECTA	8
I.1 Sistema Financiero	8
I.2 Indicadores de Solidez del Sistema Financiero	10
I.3 Depósitos en el Sistema Financiero	24
I.4 Colocaciones del Sistema Financiero	26
I.5 Financiamiento a las Empresas	29
I.6 Financiamiento a los Hogares	38
II. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DIRECTA	43
II.1 Oferta Primaria	43
II.2 Demanda por Valores	47
II.3 Mercados Secundarios	51
II.4 Políticas para el Desarrollo del Mercado de Capitales	53
III. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO	66
III.1 Mercado de Dinero	66
III.2 Mercado Cambiario	69
IV. SISTEMAS DE PAGOS	73
V. BALANCE DE RIESGOS	81
CAMBIOS NORMATIVOS	95
GLOSARIO	99

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1: Propuestas recientes de Basilea III	20
Recuadro 2: Riesgo cambiario en Empresas no Financieras	36
Recuadro 3: Seguimiento de la reforma del Sistema Privado de Pensiones	57
Recuadro 4: Los fondos de inversión en el Perú	61
Recuadro 5: Impulsando la entrada de nuevos emisores en el Mercado de capitales	64
Recuadro 6: Evolución de los cajeros corresponsales en el Perú	79
Recuadro 7: Modelo de proyección para el Sistema Financiero Peruano	91

Prefacio

Desde 2007, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) viene publicando el Reporte de Estabilidad Financiera (REF) con la finalidad de identificar riesgos en la provisión sostenida de financiamiento y 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 los impactos de las medidas del BCRP sean menos predecibles. En consecuencia, es de vital importancia evaluar los riesgos en los mercados financieros para considerar la aplicación de medidas preventivas para contener su impacto en el ámbito monetario y financiero.

Este documento se preparó con información financiera al cierre de marzo de 2014. El siguiente número se difundirá en noviembre de 2014 con cifras a setiembre del mismo año.





Resumen

- i. **El sistema financiero, en general, se mantiene sólido, a pesar que en los últimos doce meses se observa un aumento de los indicadores de morosidad, que ha afectado en mayor medida a las entidades especializadas en los segmentos minoristas.**

El ratio de cartera morosa aumentó principalmente en los créditos a las medianas, pequeñas y microempresas así como en los de consumo. Sin embargo, el ratio de capital global de las entidades financieras se mantuvo en niveles adecuados por la capitalización de utilidades, los nuevos aportes de capital y la emisión de bonos subordinados. Por su parte, el ratio de gastos operativos como proporción del activo promedio disminuyó ligeramente (excepto en las financieras y las EDPYMES), como consecuencia de la mayor escala operativa y los procesos de consolidación de algunas entidades. Como resultado, la rentabilidad, medida por el ROA, se redujo en mayor magnitud en las entidades no bancarias, por la disminución del margen financiero y los mayores gastos en provisiones. Finalmente, los indicadores de liquidez en ambas monedas se mantuvieron en niveles holgados, mostrando una adecuada cobertura de las obligaciones de corto plazo.

Si bien algunas entidades vienen tomando medidas correctivas, es conveniente que realicen esfuerzos adicionales para reforzar su nivel patrimonial mediante aportes de capital, ya sea de sus actuales accionistas o con la incorporación de nuevos accionistas.

- ii. **Los créditos del sistema financiero continuaron creciendo, principalmente los concedidos a las empresas de mayor tamaño.** Este tipo de empresas vienen sustituyendo su financiamiento en el mercado de capitales internacional por créditos concedidos por la banca local.
- iii. **La tasa de crecimiento de los créditos MYPE y de consumo se viene desacelerando.** Las entidades financieras especializadas en esos segmentos vienen ajustando su política de créditos y acumulando mayores niveles de activos líquidos, lo que si bien les reduce su margen financiero, les permitirá un mayor crecimiento en el mediano plazo.
- iv. **La dolarización de los créditos mantiene una tendencia decreciente, mientras que la de los depósitos se ha incrementado ligeramente.** En el caso de los créditos, la desdolarización viene siendo impulsada por medidas prudenciales y de política monetaria; mientras que la dolarización de los depósitos se viene dando por la preferencia de las personas jurídicas por el ahorro en moneda extranjera.

- v. **Los depósitos en el sistema financiero continuaron creciendo, aunque a un menor ritmo que el año pasado.** Ello se ha dado en un contexto en el cual las tasas de interés de los depósitos se han reducido en la mayoría de entidades financieras.
- vi. **La liquidez en moneda nacional de la banca aumentó en niveles moderados y la negociación en el mercado de dinero aumentó.** Esta situación se ha dado en un contexto en el cual el Nuevo Sol se depreció en los últimos meses, por la demanda de las AFP y no residentes. En este contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario a fin de reducir la volatilidad del tipo de cambio. Además, con el objetivo de proporcionar liquidez en moneda nacional, el BCRP realizó operaciones de reporte, no renovó vencimientos de CD BCRP y redujo el encaje en moneda nacional.
- vii. **En 2013, las empresas corporativas reportaron indicadores financieros con resultados mixtos. El sector industrial redujo ligeramente el crecimiento de sus ventas y utilidades. El sector minería ha venido recuperando su nivel de ventas aunque su rentabilidad se ha seguido reduciendo (a nivel de empresas presentan resultados heterogéneos, dependiendo del precio del metal que comercializan). El sector de servicios públicos se mantuvo relativamente estable, tanto en ventas como en rentabilidad.**
- viii. **El proceso de inversión de los fondos de pensiones se flexibilizó, ya que la SBS transfirió a las AFP el registro de instrumentos financieros.** De esta manera, las AFP podrán realizar una administración más eficiente de la cartera administrada, a fin de mejorar la rentabilidad de los fondos de pensiones.
- ix. **La aprobación de un conjunto de normas en el último año contribuirá al desarrollo del mercado de capitales.** No obstante ello, el mercado de capitales sigue presentando una serie de oportunidades de mejora en diversas áreas. Así, se puede mencionar la importancia de flexibilizar la normativa del Mercado Alternativo de Valores, entre otras medidas.
- x. **El aumento del volumen de transacciones realizadas en los Sistemas de Pagos continuó asociado a un mayor uso y, por tanto, a una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte del público.** El BCRP procura que se mantengan las condiciones de competencia adecuadas en los Sistemas de Pagos. Durante el periodo de análisis, las comisiones promedio cobradas por los bancos a sus clientes por transferencias en el Sistema LBTR se redujeron.





I. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA INDIRECTA

I.1 Sistema Financiero

1. **El sistema financiero, que comprende a los Bancos, Financieras, Cajas Municipales (CM), Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC), Empresas de Desarrollo de la Pequeña y Microempresa (EDPYMES) y el Banco de la Nación¹, registró S/. 328,1 mil millones en activos al cierre de marzo de 2014.** La banca mantiene su hegemonía, al sumar S/. 267,9 mil millones en activos, con una participación de 84,3% y 85,3% en los créditos y en los depósitos del sistema financiero, respectivamente. Estos porcentajes fueron 84% y 85,1% en marzo de 2013.
2. **El grado de concentración² del crédito y de los depósitos entre las entidades financieras se mantiene elevado.** El índice Herfindahl – Hirschman en los créditos no minoristas (corporativos, grandes empresas, medianas empresas) y en los hipotecarios, así como en los depósitos a la vista y ahorro, se mantienen en el rango considerado como “moderadamente concentrado” (entre 1500 y 2500).

En cambio, los depósitos a plazo, los créditos MYPE y de consumo tienen el menor grado de concentración gracias a la actividad de las entidades no bancarias (financieras, cajas municipales, cajas rurales y EDPYMES).

Cuadro 1.1 ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN POR TIPO DE CRÉDITO Y DEPÓSITO ^{1/}				
	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14
Colocaciones	1 446	1 462	1 469	1 474
Empresas	1 553	1 558	1 584	1 589
- Corporativas	2 151	2 079	2 106	2 171
- Grandes	2 437	2 412	2 308	2 345
- Medianas	2 138	2 124	2 014	2 060
- Pequeñas	990	993	958	928
- Microempresas	594	605	629	626
Hogares	1 297	1 326	1 323	1 324
- Consumo	910	904	916	918
- Hipotecario	2 309	2 283	2 226	2 213
Depósitos	1 590	1 610	1 490	1 471
Vista	2 282	2 215	1 974	2 028
Ahorro	1 911	1 905	1 829	1 836
Plazo	1 186	1 249	1 143	1 070

^{1/} El índice utilizado es el de Herfindahl-Hirschman (IHH), equivale a la suma del cuadrado de la participación de cada entidad, por lo que tiene un rango entre 0 y 10 000. Valores entre 1 500 y 2 500 se consideran como “moderadamente concentrado”. En el cálculo del indicador no se considera al Banco de la Nación.
Fuente: Balances de comprobación.

- 1 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.
- 2 La concentración en un mercado hace referencia a la acumulación de la participación de las empresas en el total de producción en dicho mercado.

Cuadro 1.2					
ACTIVOS FINANCIEROS Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO					
(A marzo de 2014. Millones de S/.)					
	Activos	Participación (%)			Número de entidades
		Activos	Créditos	Depósitos	
Total	328 069	100,00	100,00	100,00	61
1. Banca	267 871	81,65	84,29	85,35	17
Crédito	92 862	28,31	27,87	28,68	
Continental	58 004	17,68	19,85	18,23	
Scotiabank	40 534	12,36	13,07	13,36	
Interbank	31 663	9,65	9,90	10,09	
BanBif	7 977	2,43	2,91	2,62	
Citibank	7 239	2,21	1,32	2,93	
Mibanco	6 262	1,91	2,10	2,10	
Financiero	6 649	2,03	2,33	2,02	
GNB	4 168	1,27	1,35	1,67	
Santander Perú	3 177	0,97	0,88	0,96	
Falabella	3 348	1,02	1,19	0,89	
Comercio	1 630	0,50	0,57	0,62	
Deutsche Bank	1 092	0,33	0,00	0,19	
Ripley	1 529	0,47	0,48	0,43	
Azteca	1 176	0,36	0,32	0,47	
Cencosud	439	0,13	0,15	0,07	
ICBC	121	0,04	0,00	0,00	
2. No Banca	33 378	10,17	12,24	9,60	43
- Financieras	13 390	4,08	4,83	2,65	12
Crediscotia	3 555	1,08	1,38	0,99	
Edyficar	4 370	1,33	1,36	0,76	
Confianza	1 764	0,54	0,63	0,43	
Compartamos	948	0,29	0,43	0,07	
Mitsui	578	0,18	0,25	0,00	
UNO	456	0,14	0,16	0,06	
Efectiva	402	0,12	0,16	0,07	
TFC	369	0,11	0,14	0,11	
Proempresa	350	0,11	0,13	0,03	
Qapaq	340	0,10	0,11	0,12	
Nueva visión	235	0,07	0,09	0,00	
América	22	0,01	0,00	0,00	
- Cajas Municipales	16 406	5,00	6,10	6,13	13
Arequipa	3 457	1,05	1,41	1,34	
Piura	2 652	0,81	0,92	1,05	
Trujillo	1 837	0,56	0,63	0,66	
Huancayo	1 661	0,51	0,65	0,59	
Sullana	1 627	0,50	0,60	0,59	
Cusco	1 552	0,47	0,63	0,58	
Ica	922	0,28	0,32	0,36	
Lima	849	0,26	0,24	0,29	
Tacna	865	0,26	0,35	0,30	
Maynas	431	0,13	0,15	0,16	
Paíta	258	0,08	0,10	0,10	
Del Santa	229	0,07	0,08	0,09	
Pisco	67	0,02	0,02	0,03	
- Cajas Rurales	2 370	0,72	0,81	0,82	9
Señor de Luren	1 031	0,31	0,37	0,36	
Credinka	553	0,17	0,20	0,18	
Prymera	205	0,06	0,06	0,08	
Los Andes	185	0,06	0,07	0,05	
Chavín	151	0,05	0,03	0,06	
Cajamarca	91	0,03	0,02	0,03	
Libertadores de Ayacucho	64	0,02	0,02	0,03	
Sipán	57	0,02	0,02	0,02	
Incasur	33	0,01	0,01	0,01	
- Edpymes	1 213	0,37	0,50	0,00	9
Raíz	560	0,17	0,23	--	
Micasita	135	0,04	0,06	--	
Solidaridad	116	0,04	0,05	--	
Acceso Crediticio	116	0,04	0,05	--	
Inversiones La Cruz	104	0,03	0,04	--	
Alternativa	100	0,03	0,04	--	
Marcimex	46	0,01	0,02	--	
Credivisión	27	0,01	0,01	--	
Credijet	8	0,00	0,00	--	
3. Banco de la Nación	26 820	8,17	3,47	5,05	1

Fuente: Balances de comprobación.





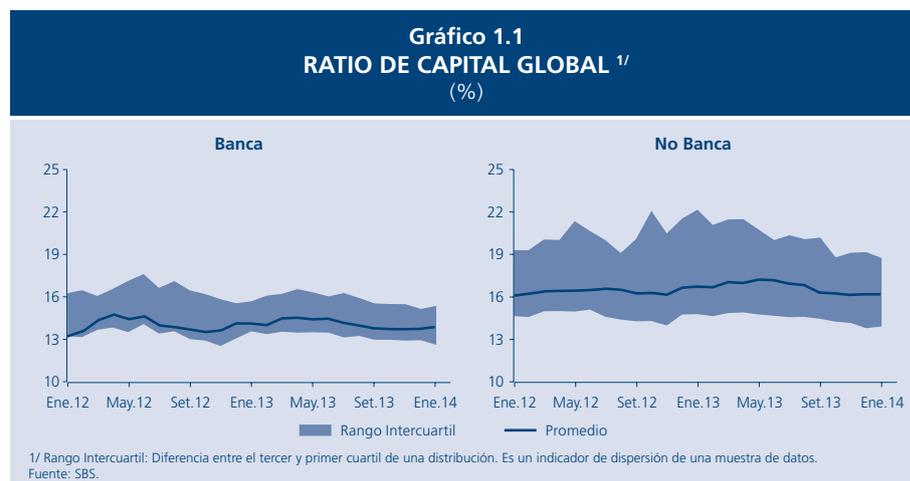
I.2 Indicadores de Solidez del Sistema Financiero

3. El sistema financiero, en general, se mantiene sólido lo que se refleja en sus adecuados indicadores de suficiencia de capital, calidad de activos, eficiencia en la gestión, rentabilidad y liquidez. Sin embargo, en los últimos doce meses, se observa un aumento de los indicadores de morosidad, principalmente en los créditos a las pequeñas y medianas empresas, así como en los de consumo, que ha afectado en mayor medida a las entidades financieras especializadas en esos segmentos.

Suficiencia de Capital

4. **El ratio de capital global³ 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 (APR) es de 10%; y, como se muestra en el gráfico siguiente, ambos tipos de instituciones sobrepasan dicho requerimiento para afrontar potenciales contingencias en el desempeño de su negocio y parte de este exceso cubre los requerimientos de patrimonio efectivo adicional establecidos por la SBS⁴.



3. El Ratio de Capital Global considera el Patrimonio Efectivo (PE) como porcentaje de los activos y contingentes ponderados por riesgo totales: riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional. El artículo 199° de la Ley de Banca (Ley 26702) señala que el PE de las empresas debe ser mayor o igual al 10% de los Activos y Contingentes Ponderados por Riesgo totales.
4. El requerimiento de patrimonio efectivo adicional (Resolución SBS N° 8425-2011 del 20 de julio de 2011) considera cinco factores: ciclo económico; concentración individual y sectorial (por sector económico y por regiones); concentración de mercado; riesgo de tasa de interés por el libro bancario; y, propensión al riesgo. Asimismo, se estableció un plazo de 5 años para que las entidades financieras adecuen el total de su patrimonio efectivo al nivel solicitado.

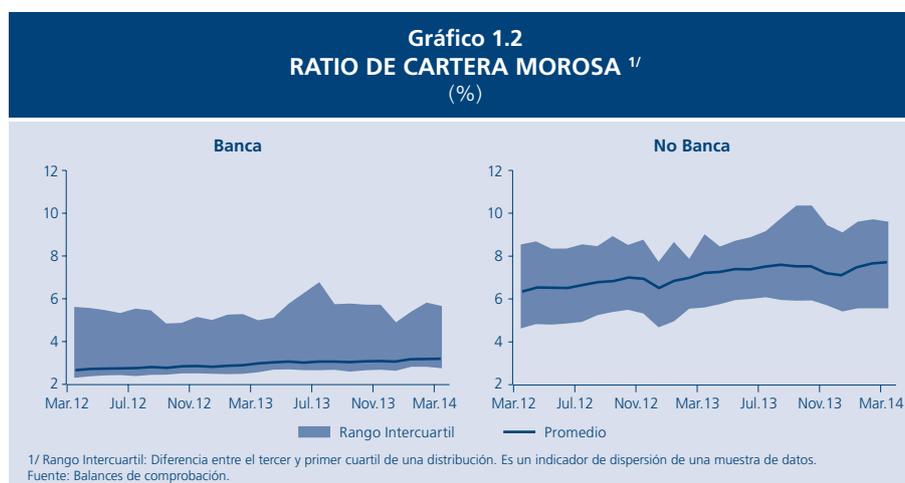
En los últimos doce meses, la banca redujo ligeramente su indicador de suficiencia de capital, pues el efecto de la expansión de las colocaciones compensó la mayor base patrimonial proveniente de capitalización de utilidades, la realización de aportes de capital y la emisión de bonos subordinados. En el caso de las entidades no bancarias, la reducción del indicador se debió, en algunos casos, a las mayores colocaciones y, en otros, a las pérdidas generadas por algunas entidades de menor tamaño.

Cuadro 1.3 RATIO DE CAPITAL GLOBAL (%)				
	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Feb.14*
Total Sistema	14,7	14,9	14,0	14,0
Banca	14,4	14,5	13,7	13,8
No Bancaria	16,4	17,0	16,1	16,1
Financieras	15,8	17,9	17,7	17,5
Cajas Municipales	16,5	16,0	14,8	14,9
Cajas Rurales	14,5	14,3	13,6	14,4
Edpymes	21,5	23,4	20,6	20,5
Banco de la Nación	21,5	18,7	16,2	15,2

* Última información disponible.
Fuente: SBS.

Calidad de Activos

5. **El ratio de cartera morosa⁵ como proporción de las colocaciones brutas del sistema financiero aumentó en los últimos doce meses, particularmente en los créditos de consumo, a las MYPE y a las medianas empresas.** Ello afectó principalmente a las entidades especializadas en esos segmentos, por lo que dichas entidades han venido ajustando su política de otorgamiento de créditos a fin de mejorar la calidad de su cartera.



5 La cartera morosa es el agregado de la cartera refinanciada, reestructurada, vencida y en cobranza judicial.





A nivel de entidades, se observó que la dispersión del ratio de morosidad entre los bancos es elevada debido a que el promedio de la banca refleja el peso de los cuatro bancos más grandes y los ratios de morosidad registrados por los demás bancos son mayores que la media para la banca; mientras que en las no bancarias se observó una distribución más uniforme. Cabe indicar que el ratio de morosidad registra niveles más altos en las entidades no bancarias que en los bancos, como reflejo del riesgo asociado a los segmentos en los que operan, principalmente MYPE y de consumo.

Cuadro 1.4 RATIO DE CARTERA MOROSA (%)				
	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14
Total Sistema	3,1	3,5	3,5	3,7
Banca	2,6	3,0	3,1	3,2
No Bancaria	6,3	7,2	7,1	7,7
Financieras	4,5	6,4	6,4	6,8
Cajas Municipales	7,5	7,8	7,6	8,4
Cajas Rurales	6,8	7,5	8,5	9,1
Edpymes	6,2	6,3	5,5	5,9
Banco de la Nación	0,6	0,6	0,5	0,5

Fuente: Balances de comprobación.

6. **En el segmento MYPE y de consumo, en conjunto, el número de clientes con el sistema financiero creció en 6,9% en los últimos doce meses, alcanzando 5 549 309 a marzo de 2014.** Cabe indicar que el 18,1% de los clientes son compartidos con tres o más entidades financieras, cuya deuda alcanza el 39,3% del total.

Cuadro 1.5 CARACTERÍSTICAS DE LOS DEUDORES DE CRÉDITOS MYPE Y CONSUMO EN EL SISTEMA FINANCIERO								
Nº de entidades con las que registran deuda	Mar.13			Mar.14				
	Número de deudores	Saldo (Mill. S/.)	Ratio de morosidad (%)	Número de deudores morosos	Número de deudores	Saldo (Mill. S/.)	Ratio de morosidad (%)	Número de deudores morosos
1	2 998 648	19 209	8,2	340 991	3 172 396	21 131	9,4	375 313
2	1 260 913	17 452	5,8	170 610	1 374 480	19 414	6,5	188 577
3 ó más	932 116	24 820	5,3	156 574	1 002 433	26 284	5,7	162 132
Total	5 191 677	61 481	6,3	668 175	5 549 309	66 829	7,1	726 022

Fuente: Reporte crediticio consolidado.

7. **El ratio de morosidad de los créditos otorgados a las empresas se incrementó, principalmente, en los segmentos de medianas empresas y de las MYPE.**

Es importante notar que, desde diciembre de 2011, las MYPE presentan un deterioro sostenido en este indicador. En el caso de las medianas empresas, el deterioro corresponde principalmente al 2013. La menor calidad de esas carteras estaría asociada, en parte, al alto ritmo de crecimiento de esos créditos observado entre los años 2011 y 2012, que conllevó la incorporación de nuevos clientes con menor

capacidad de pago y que vienen registrando atrasos en el pago de sus obligaciones en los últimos meses.

Cuadro 1.6 RATIO DE MOROSIDAD DE LAS EMPRESAS CON EL SISTEMA FINANCIERO (%)				
	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14
Total empresas	3,22	3,44	3,78	3,94
Moneda Nacional	4,57	5,60	5,26	5,45
Moneda Extranjera	2,04	2,02	2,20	2,36
Empresas corporativas	0,17	0,10	0,07	0,09
Moneda Nacional	0,05	0,04	0,02	0,06
Moneda Extranjera	0,24	0,14	0,12	0,12
Grandes empresas	0,78	0,66	0,68	0,72
Moneda Nacional	0,34	0,45	0,41	0,40
Moneda Extranjera	0,94	0,74	0,81	0,92
Medianas empresas	4,21	5,00	5,61	5,67
Moneda Nacional	5,19	6,96	7,48	7,54
Moneda Extranjera	3,75	3,94	4,46	4,47
Pequeñas empresas	7,74	8,77	9,68	10,56
Moneda Nacional	7,93	9,10	9,83	10,66
Moneda Extranjera	6,89	6,96	8,72	9,93
Microempresas	5,44	6,07	6,00	6,50
Moneda Nacional	5,62	6,25	6,04	6,58
Moneda Extranjera	3,05	2,98	4,58	4,25

Fuente: Balances de comprobación.

En atención a ello, las empresas clasificadoras de riesgo identificaron incrementos en el riesgo crediticio en la cartera de diversas entidades financieras, relacionados a un sobreendeudamiento en el segmento MYPE observado en algunas regiones del país (principalmente norte y oriente), el mismo que se viene dando por la mayor competencia entre las entidades microfinancieras y por la ocurrencia de eventos adversos en algunos sectores económicos⁶.

8. **En el segmento MYPE, el número de clientes que registran atrasos en el pago de sus obligaciones con el sistema financiero fue de 224 520 (11,4% del total) a marzo de 2014.** Cabe indicar que el 5,4% de los clientes son compartidos con tres o más entidades financieras, cuya deuda alcanza el 21% del total.

Por otra parte, las entidades financieras realizan periódicamente castigos de los créditos MYPE con calificación de pérdida e íntegramente provisionados, a fin

⁶ Por sector económico, los mayores deterioros en la calidad de cartera provinieron de los sectores de agricultura (por pérdidas en las cosechas) y pesca (por menor producción y precios que afectaron a los pescadores artesanales).





de reducir su cartera morosa y mejorar sus indicadores de calidad de activos. A diciembre de 2013, el flujo de castigos acumulados en los últimos doce meses fue de S/. 1 373 millones y representó el 4,5% del total de colocaciones a diciembre de 2013⁷ (3,6% a diciembre de 2012).

Cuadro 1.7
CARACTERÍSTICAS DE LOS DEUDORES DE CRÉDITOS MYPE
EN EL SISTEMA FINANCIERO

N° de entidades con las que registran deuda	Mar.13				Mar.14			
	Número de deudores	Saldo (Mill. S/.)	Ratio de morosidad (%)	Número de deudores morosos	Número de deudores	Saldo (Mill. S/.)	Ratio de morosidad (%)	Número de deudores morosos
1	1 454 279	13 705	9,3	10,1	1 501 956	14 625	10,8	11,0
2	371 581	9 258	7,0	11,1	362 736	9 460	8,3	12,2
3 ó más	121 038	7 067	6,7	13,5	106 881	6 391	7,9	14,6
Total ^{1/}	1 946 898	30 029	8,0	10,5	1 971 573	30 476	9,4	11,4

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

En respuesta al deterioro de la calidad de cartera, las entidades financieras especializadas en el segmento minorista optaron por políticas más conservadoras en el otorgamiento de créditos, las cuales han atenuado el ritmo de crecimiento de estos créditos.

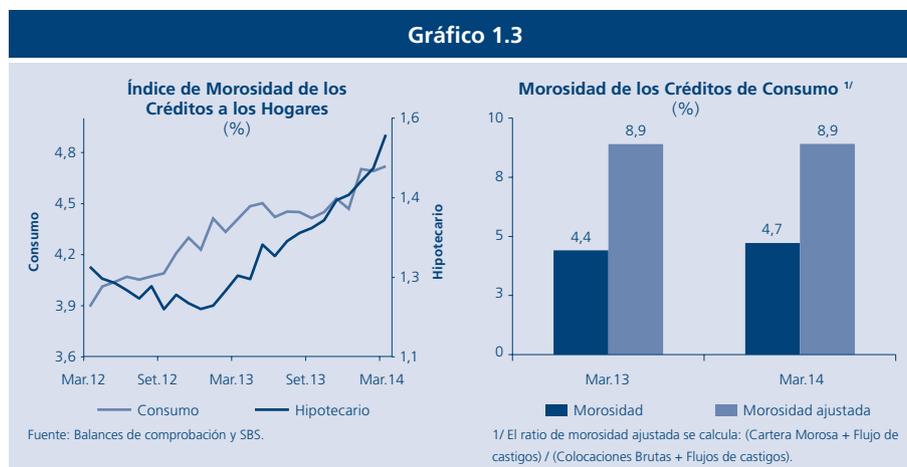
Cuadro 1.8
RATIO DE MOROSIDAD DE LOS HOGARES CON EL SISTEMA FINANCIERO *
(%)

	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14
Total Deuda Hogares	4,29	3,23	3,29	3,48
Moneda Nacional	4,49	3,79	3,70	3,84
Moneda Extranjera	2,40	1,54	1,91	2,16
Consumo	4,29	4,81	4,87	5,14
Moneda Nacional	4,49	5,05	5,06	5,32
Moneda Extranjera	2,40	2,57	3,03	3,45
- Tarjeta de Crédito	4,99	5,69	5,77	6,11
Moneda Nacional	5,44	6,27	6,33	6,71
Moneda Extranjera	2,45	2,74	3,23	3,60
- Libre Disponibilidad	4,09	4,80	4,71	4,85
Moneda Nacional	4,25	4,97	4,82	4,95
Moneda Extranjera	2,46	2,71	3,10	3,28
- Convenio	1,80	2,00	2,05	2,35
Moneda Nacional	1,80	2,00	2,06	2,35
Moneda Extranjera	0,91	1,50	0,67	2,72
- Vehicular	3,08	3,10	3,54	3,91
Moneda Nacional	6,28	7,03	6,45	6,09
Moneda Extranjera	1,77	1,94	2,55	3,10
Hipotecario	1,27	1,25	1,40	1,51
Moneda Nacional	1,16	1,24	1,29	1,36
Moneda Extranjera	1,38	1,26	1,57	1,77

* Excluye al Banco de la Nación.
Fuente: Balances de comprobación.

7 Última información disponible en el portal institucional de la SBS.

9. La cartera morosa como porcentaje del crédito total a los hogares se incrementó en 0,2% en los últimos doce meses.



A marzo de 2014, la modalidad de tarjetas de crédito de consumo en moneda nacional (que representó el 93,2% del total de colocaciones con tarjeta de crédito) mantuvo el mayor ratio de morosidad en los créditos a hogares. En moneda extranjera, todas las modalidades de préstamos registraron incrementos en la morosidad.

Cuadro 1.9
CARACTERÍSTICAS DE LOS CLIENTES CON DEUDA DE TARJETA DE CRÉDITO EN EL SISTEMA FINANCIERO

Nº de entidades con las que registran deuda	Mar.13				Mar.14			
	Número de deudores	Saldo (Mill. S/.)	Ratio de morosidad (%)	Deudores morosos (%)	Número de deudores	Saldo (Mill. S/.)	Ratio de morosidad (%)	Deudores morosos (%)
1	1 398 313	2 604	8,7	11,2	1 529 323	3 038	9,4	11,7
2	572 173	3 066	5,9	12,9	616 972	3 489	6,3	12,5
3 o más	435 224	6 325	4,9	15,4	452 034	6 762	5,1	14,4
Total	2 405 710	11 996	6,0	12,4	2 598 329	13 289	6,4	12,4

Fuente: Reporte crediticio consolidado.

En el segmento consumo, las instituciones financieras realizan periódicamente castigos⁸ de cartera deteriorada en busca de reducir su ratio de cartera morosa. Entre marzo de 2013 y marzo de 2014, el flujo de castigos acumulados ascendió a S/. 1 808 millones (5% de las colocaciones en ese segmento).

10. El número de clientes que registran atrasos en tarjeta de crédito fue de 322 mil personas a marzo de 2014 (12,4% del total de deudores de tarjeta de crédito).

8 La entidad financiera puede proceder al castigo de un crédito clasificado como Pérdida, íntegramente provisionado, cuando exista evidencia real y comprobable de su irrecuperabilidad o cuando el monto del crédito no justifique iniciar acción judicial o arbitral. De esta forma, la pérdida ha sido ya interiorizada por la entidad financiera.

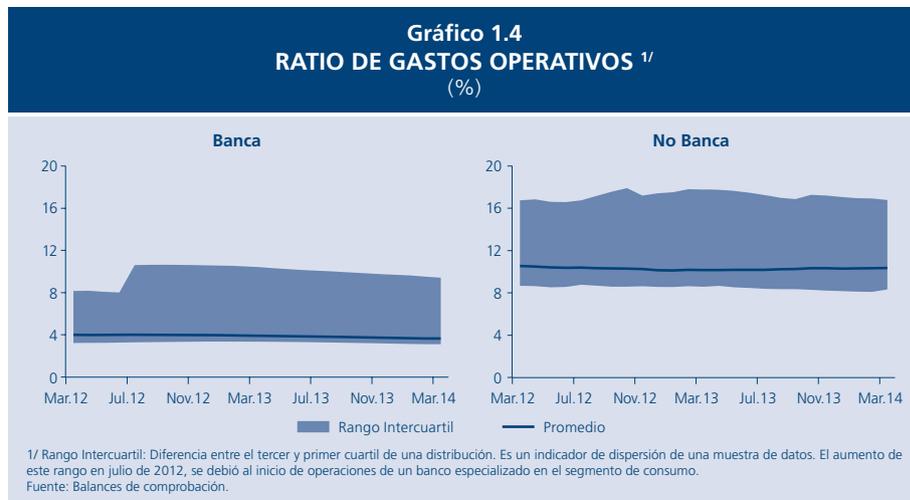




Los clientes únicos (que tienen deuda por tarjeta de crédito con una entidad financiera) representaron el 58,9% del total de deudores de tarjeta de crédito a marzo de 2014 y mantuvieron una deuda equivalente al 22,9% del total de colocaciones por tarjetas de crédito. En este grupo, la deuda promedio creció en 6,7% en los últimos doce meses (pasó de S/. 1 862 a S/. 1 987), en línea con su ratio de cartera morosa (8,7% a 9,4%). Por su parte, los clientes que tienen deudas con tres ó más entidades financieras representaron el 17,4% del total y su deuda promedio creció en 3% respecto a marzo de 2013, en un contexto en el cual su ratio de morosidad aumentó ligeramente.

Eficiencia en la Gestión

11. **En los últimos doce meses, el ratio de gastos operativos como proporción del activo promedio disminuyó ligeramente en la banca y se incrementó en las entidades no bancarias.**



Cuadro 1.10
RATIO DE GASTOS OPERATIVOS
(%)

	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14
Total Sistema	4,7	4,6	4,4	4,3
Banca	4,0	3,9	3,7	3,6
No Bancaria	10,6	10,1	10,3	10,4
Financieras	12,6	11,6	12,0	12,3
Cajas Municipales	8,6	8,5	8,1	8,1
Cajas Rurales	9,6	8,8	7,9	7,8
Edpymes	18,4	19,8	22,2	22,0
Banco de la Nación	4,0	3,6	3,7	3,6

Fuente: Balances de comprobación.

En el caso de la banca, la mayor eficiencia operativa refleja la mayor escala de operaciones asociadas al crecimiento de los préstamos otorgados a las empresas de mayor tamaño (corporativos y grandes empresas).

Las entidades no bancarias, al igual que los bancos especializados en el segmento minorista, presentan estructuralmente una menor eficiencia en la gestión que el promedio de la banca, debido al giro de su negocio (se orientan al segmento minorista) y, en algunos casos, a la reducida escala de sus operaciones. No obstante ello, se observan procesos de fusiones y adquisiciones, lo que mejoraría la eficiencia operativa en el mediano plazo.

Rentabilidad

12. **El indicador de rentabilidad ROA (utilidad neta anual sobre activos) de la banca y de las entidades no bancarias se redujo en los últimos doce meses.** Esta reducción se ha dado en un contexto en el cual los créditos han disminuido su tasa de crecimiento anual y los activos líquidos han venido creciendo, por las medidas prudenciales implementadas por las entidades financieras ante el incremento de la morosidad. Además, las tasas de interés activas se han reducido en algunos segmentos, por la mayor competencia entre las entidades financieras.

Cabe indicar que algunas entidades no bancarias vienen incrementando sus pérdidas en los últimos doce meses. Un grupo de esas entidades iniciaron sus operaciones en años recientes, por lo que aún no alcanzan su punto de equilibrio⁹, pero se espera que mejoren su rentabilidad en la medida en que aumenten la escala de sus operaciones. Otro grupo está inmerso en procesos de saneamiento de cartera con los aportes de capital de sus accionistas, a fin de fortalecer su posición financiera que les permita un crecimiento en el mediano plazo. De otro lado, algunas CM debilitaron su proceso de originación de créditos y administración de riesgos, por sus problemas de gobierno corporativo. En este contexto, la SBS viene realizando un mayor monitoreo a estas entidades a fin de fortalecer su situación financiera.

9 Sus gastos operativos aún exceden su margen financiero.



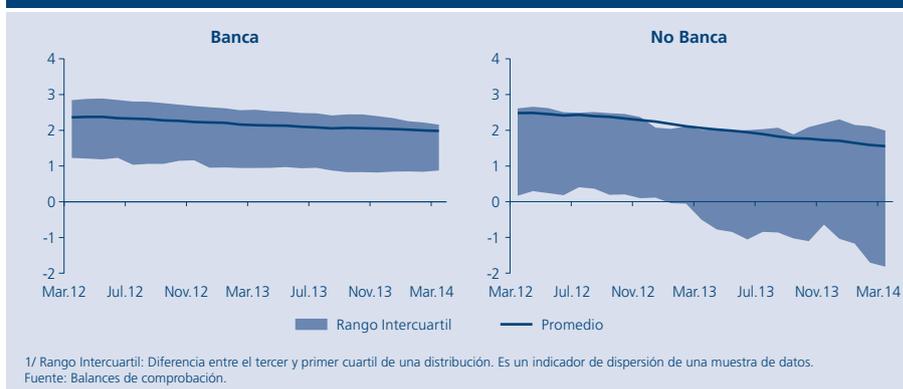


Cuadro 1.11
UTILIDAD NETA SOBRE ACTIVOS
(%)

	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14
Total Sistema	2,4	2,1	2,0	1,9
Banca	2,4	2,1	2,0	2,0
No Bancaria	2,5	2,1	1,7	1,5
Financieras	3,0	2,7	1,9	1,7
Cajas Municipales	2,5	1,8	1,7	1,6
Cajas Rurales	0,7	0,5	0,1	0,0
Edpymes	0,4	1,4	1,2	0,8
Banco de la Nación	2,8	2,6	2,4	2,5

Fuente: Balances de comprobación.

Gráfico 1.5
UTILIDAD NETA SOBRE ACTIVOS ^{1/}
(%)



Liquidez

13. **La liquidez del sistema financiero¹⁰ se mantuvo en niveles holgados en ambas monedas, mostrando una adecuada cobertura para las obligaciones de corto plazo.** En los últimos doce meses, los activos líquidos en moneda nacional del sistema financiero se redujeron por el mayor dinamismo de los créditos en esta moneda, en un contexto de menores requerimientos de encaje en nuevos soles; mientras que en moneda extranjera, los activos líquidos aumentaron por la mayor captación de depósitos y la menor demanda por créditos en esa moneda.
14. El Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) publicó, en su portal en Internet, diversos documentos preparados por el Comité de Basilea en

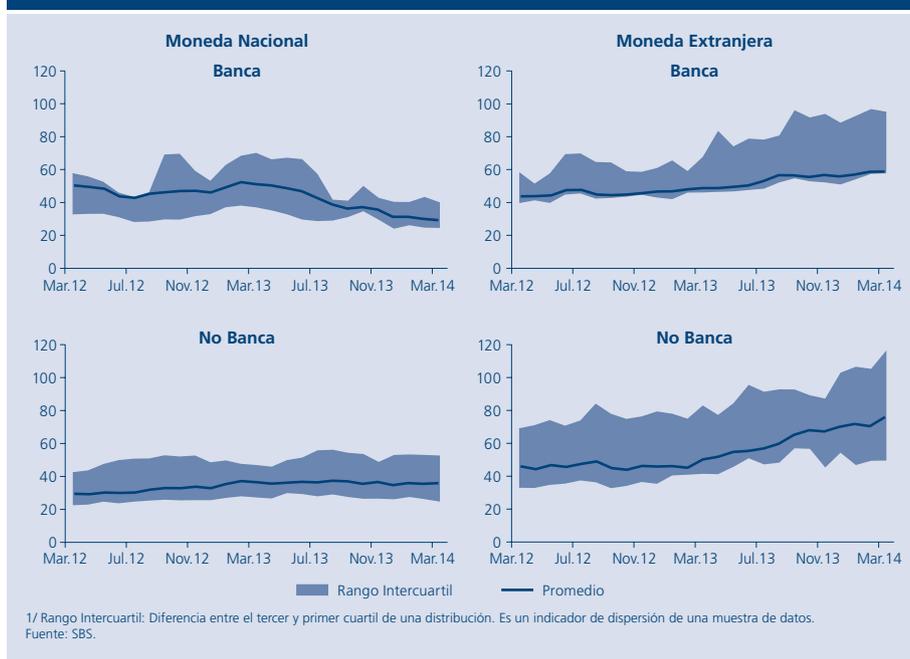
10 Medido como el ratio de activos líquidos como proporción de los pasivos de corto plazo.

Cuadro 1.12
RATIO DE LIQUIDEZ
(%)

	En Moneda Nacional				En Moneda Extranjera			
	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14
Total Sistema	47,3	49,4	31,4	29,9	43,2	48,5	56,4	59,6
Banca	50,7	51,5	30,8	28,7	43,1	48,5	56,1	59,2
No Bancaria	28,8	36,6	34,8	36,4	45,5	50,1	70,3	75,1
Financieras	28,1	34,1	27,5	31,5	42,1	41,6	72,7	84,8
Cajas Municipales	29,2	37,5	38,1	38,5	45,1	51,2	67,9	69,1
Cajas Rurales	29,3	41,3	55,4	51,9	58,6	66,7	87,1	83,9
Banco de la Nación	86,2	85,4	84,3	80,0	93,2	111,9	147,0	182,6

Fuente: SBS.

Gráfico 1.6
RATIO DE LIQUIDEZ ^{1/}
(%)



Supervisión Bancaria¹¹ y relacionados con las medidas de Liquidez y Capital que propone Basilea III.

11 Este comité propone estándares globales para la regulación prudencial de los bancos y provee, además, un foro para la cooperación en temas de supervisión bancaria. Tiene el mandato de fortalecer la regulación, supervisión y las prácticas de los bancos a nivel mundial con el objetivo de aumentar la estabilidad financiera. La secretaría del Comité está localizada en el BIS en Basilea, Suiza.





Recuadro 1 PROPUESTAS RECIENTES DE BASILEA III

El 12 de enero de 2014, el Grupo de Gobernadores y los Jefes de Supervisión (GHOS, por sus siglas en inglés) que forman parte del Comité de Basilea aprobaron las siguientes propuestas:

- Tres documentos sobre el **Ratio de Cobertura de Liquidez** (*Liquidity Coverage Ratio* o RCL) referidos a los siguientes aspectos: la divulgación del ratio; la utilización de indicadores de liquidez basados en el mercado dentro del marco regulatorio; y, la interacción entre el RCL y la provisión de facilidades de liquidez por los bancos centrales.
- Un documento en consulta que modifica las ponderaciones de los componentes del **Ratio de Fondeo Neto Estable** (*Net Stable Funding Ratio* o RFNE).
- Modificaciones en la estimación de las exposiciones dentro y fuera del balance del **Ratio de Apalancamiento** (*Leverage Ratio* o RA), propuesto en Basilea III, y el establecimiento de requerimientos de divulgación de dicho ratio.

Estos documentos tienen por objetivo completar las reformas regulatorias emprendidas por efectos de la crisis financiera internacional de 2007 – 2009.

I. **Ratio de Cobertura de Liquidez**

El RCL tiene por objetivo medir la liquidez de corto plazo de un banco, asegurando que éste cuenta con recursos líquidos de alta calidad para superar un escenario de estrés de liquidez durante 30 días. Los escenarios de estrés provienen de problemas de liquidez del propio banco (factores idiosincráticos) y del sistema bancario (factores sistémicos).

$$\frac{\text{Activos líquidos de alta calidad (ALAC)}}{\text{Flujo saliente 30 días} - \text{Min} [\text{flujo entrante 30 días}; 75\% \times \text{flujo saliente 30 días}]} \geq 100\%$$

El cumplimiento de este indicador se iniciará en enero de 2015, con un requerimiento mínimo de 60% que se elevará gradualmente hasta alcanzar el 100% en enero de 2019.

En el documento "**Liquidity Coverage Ratio Disclosure Standards**" se precisa que, desde enero de 2015, el ratio y sus componentes deberían ser divulgados públicamente, siguiendo el formato de presentación elaborado por el Comité de Basilea en dicho documento. La divulgación debe hacerse junto con la publicación de los estados financieros. Dicha divulgación puede hacerse directamente al público (por ejemplo, a través del portal Web de la entidad) o a través del portal del supervisor. Además, debe hacerse público un archivo con información del ratio y de sus componentes en períodos previos.

Adicionalmente a la data, los bancos deben suministrar información cualitativa que ayude a comprender los resultados y los datos proporcionados, tales como: los principales factores que explican el RCL; los cambios dentro del período y a lo largo del tiempo; la composición de los activos líquidos de alta calidad (ALAC); la concentración de las fuentes de financiamiento; las exposiciones en derivados financieros; los descalses de monedas en el RCL; y, una descripción del grado de centralización de la gestión de la liquidez.

En el documento **"Guidance for Supervisors on Market-Based Indicators of Liquidity"** se establece una guía para el supervisor, a fin de que evalúe la liquidez de los activos de alta calidad en su jurisdicción y proceda a colocarlos en el nivel que corresponda. El resumen de dicha guía se muestra en el siguiente cuadro.

PROCEDIMIENTO DE EVALUACIÓN DE LA CALIDAD DE LOS ACTIVOS			
	Característica	Criterio	Ejemplo de Métricas / Mediciones
Características del activo	Calidad de activos	Probabilidad de incumplimiento (<i>default</i>)	Clasificación de riesgo
			<i>Spreads</i>
			Caída de los precios durante insolvencia
		<i>Flight to quality</i>	Rendimiento relativo al activo libre de riesgo
			Correlación con estrés financiero
			Volatilidad
	Elegibilidad de colateral	Volatilidad actual e implícita	
		Duración o tiempo hasta el vencimiento	
		Estandarización	<i>Haircuts</i>
			A lo largo de contrapartes privadas
Transparencia y estandarización	Estandarización	Pequeño número de productos estandarizados	
		Modelamiento de riesgo estandarizado	
		Propiedades de riesgo bien comprendidas	
	Transparencia de los precios	Amplia disponibilidad de precios antes de la negociación	
		Amplia disponibilidad de precios después de la negociación	
		Localidades para la negociación	
Características estructurales del mercado	Mercado activo y cuantificable	Tamaño	Electrónico
			Negociación en mercados centralizados
		Mercados financieros relacionados	Volumen
			En circulación
	Financiamiento REPO disponible		
	Otros instrumentos de financiamiento garantizados / <i>forward</i>		
	Participación de mercado	Mercado relacionados de cobertura	
		Cantidad de inversionistas	
Gran número de activos creadores de mercado			
Liquidez del mercado	Liquidez	Profundidad e impacto de los precios en la negociación	Cambios de precios en relación al volumen
			Autocorrelación en los retornos
		Amplitud del mercado	Bid-Ask <i>spread</i> (Ex post)
			Bid-Ask <i>spread</i> (Ex ante)
		Inmediatez de las operaciones	Número promedio de operaciones por día
			Número de días con retorno o volumen cero

Fuente: *Guidance for Supervisors on Market-Based Indicators of Liquidity*, enero de 2014, BIS.

Finalmente, en el documento **"The Liquidity Coverage Ratio and Restricted-Use Committed Liquidity Facilities"** se señala que, en algunas jurisdicciones, podría haber insuficiente ALAC y que, por tanto, resulta necesario incluir como tales a las facilidades de liquidez de los bancos centrales, pero con las siguientes condiciones:

- Deben ser otorgadas por períodos mayores a 30 días.
- Deben ser irrevocables antes de su vencimiento.
- Deben estar garantizadas por un colateral que cubra el total de la deuda, que pueda ser transferido fácilmente al banco central y que no forme parte del ALAC.





Aplicación en el Perú

La SBS aprobó, en diciembre de 2012, un nuevo Reglamento para la Gestión del Riesgo de Liquidez, el cual establece el requerimiento del Ratio de Cobertura de Liquidez (RCL) para moneda nacional y moneda extranjera, entre otros¹².

El RCL establecido en el Reglamento de la SBS recoge, en gran medida, las recomendaciones del Comité de Basilea, aunque con ciertas diferencias que tienen que ver con la fórmula de cálculo del ratio, la periodicidad para verificar el cumplimiento del requerimiento mínimo, el plazo de implementación y los factores de ponderación de sus componentes. Así, la SBS considera como ALAC los fondos disponibles en el BCRP menos el encaje mínimo legal, mientras que Basilea considera todos los fondos disponibles en el banco central, en la medida que se permita que tales reservas sean retiradas en períodos de estrés. Asimismo, la SBS dispuso la introducción más temprana del RCL (a partir de enero de 2014), un mayor requerimiento mínimo inicial (80%) y un menor plazo para su completa adecuación (se exigirá el 100% a partir del 1 de enero de 2016).

II. Ratio de Fondeo Neto Estable (RFNE)

El BIS ha publicado un documento en consulta en el que se revisa el RFNE, que básicamente incluye modificaciones en los ponderadores de ciertas operaciones que componen el ratio, cuyo énfasis principal es reducir la ponderación de las fuentes de financiamiento de corto plazo potencialmente volátiles. Se recibieron comentarios hasta el 11 de abril de 2014.

El objetivo del RFNE es asegurar que los bancos mantengan un perfil de financiamiento estable con relación a sus actividades dentro y fuera del balance. En particular, se limita el financiamiento mayorista de corto plazo.

$$\text{RFNE} = \frac{\text{Financiamiento estable disponible (FED)}}{\text{Financiamiento estable requerido (FER)}} \geq 100\%$$

El cálculo del numerador se obtiene mediante la suma ponderada de los distintos pasivos y capital de la entidad; y, el del denominador, mediante la suma ponderada de los diferentes activos de la entidad (en ambos casos, los ponderadores van entre 0% y 100%).

Aplicación en el Perú

El Reglamento para la Gestión del Riesgo de Liquidez no incluye al RFNE (aunque inicialmente fue incluido en la prepublicación de dicha norma), dado que la propuesta de este indicador por Basilea aún se encontraba en revisión.

12 El Reglamento también establece el requerimiento del Ratio de Inversiones Líquidas en moneda nacional de 5% (no establece un requerimiento en moneda extranjera). Este ratio se calcula como la suma de los depósitos overnight y a plazo en el BCRP, los CD BCRP y los bonos soberanos sobre los activos líquidos. Cabe mencionar que este indicador no obedece a una recomendación del Comité de Basilea.

III. Ratio de Apalancamiento (RA)

El RA es un ratio de apalancamiento simple, transparente y no vinculado al riesgo, que actúa como una medida adicional a los requerimientos de capital basados en el riesgo. Se mide de la siguiente manera:

$$RA = \frac{\text{Medida de Capital}}{\text{Medida de Exposición}} \geq 3\%$$

Donde la medida de capital corresponde al nivel de capital básico o *Tier 1*; y, la medida de exposición, al total de activos dentro y fuera del balance de la entidad¹³. Basilea III recomienda un ratio mínimo de 3%.

La implementación del RA empezó en enero de 2013, con el reporte de este ratio a los supervisores nacionales. En enero de 2015, se empezará con la divulgación pública de este ratio. La calibración final u otro ajuste adicional a la definición se completarán antes de 2017¹⁴.

En junio de 2013 fue publicada una versión en consulta de la legislación del RA. Los comentarios recibidos a dicha versión, así como el análisis de la data bancaria para evaluar el impacto potencial sirvieron como insumo para el documento de enero de 2014 **Basel III Leverage Ratio Framework and Disclosure Requirements**. En dicho documento, se proponen las siguientes modificaciones a esta medida de exposición:

- Se permite el neteo en transacciones de financiamiento con valores (*Securities Financing Transactions* o SFT)¹⁵, siempre que sea por operaciones con una misma contraparte; exista un contrato que estipule la obligación de pagar o recibir solo la suma neta de los valores de mercado con dicha contraparte; exista una base legal nacional que justifique dicha suma neta; y, no haya cláusulas del tipo *walkaway*¹⁶.
- El RA usará los mismos factores de conversión crediticios (FCC)¹⁷ que son utilizados en el enfoque estandarizado de Basilea para riesgo de crédito, con un piso de 10%¹⁸.

13 Un banco tiene cuatro tipos de exposiciones: (i) dentro del balance; (ii) con derivados; (iii) con transacciones de financiamiento con valores (SFT, por sus siglas en inglés), tales como repos; y, (iv) cuentas fuera del balance.

14 La regulación local no contempla este ratio, por lo que las entidades supervisadas solo están obligadas a cumplir con los requerimientos del ratio basado en el riesgo (el ratio de capital global).

15 Un SFT incluye transacciones tales como acuerdos de recompra, acuerdos de recompra revertidos, préstamo y endeudamiento con valores y transacciones de préstamos con margen.

16 Estas cláusulas permiten que una contraparte en condición de no-default haga pagos limitados o no haga pago alguno a la parte en default incluso cuando ésta es un acreedor neto.

17 El FCC convierte una exposición fuera de balance en una equivalente dentro del balance.

18 El FCC de 10% es utilizado para aquellos compromisos en los que el banco pueda cancelar la operación sin condiciones y sin previo aviso, así como para aquellos en que proceda la cancelación automática debido al deterioro en la clasificación crediticia del deudor.



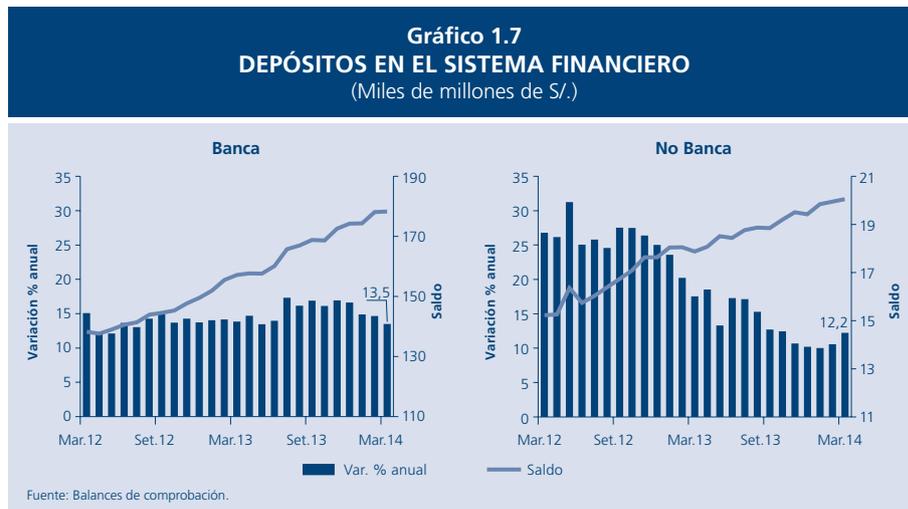


- Tratándose de derivados, se puede utilizar la porción de efectivo de la variación en el margen intercambiado entre contrapartes para reducir la exposición del RA, siempre que se cumplan ciertas condiciones (por ejemplo, que la variación del margen sea calculado e intercambiado diariamente basado en valorizaciones de mercado y que el efectivo sea recibido en la misma moneda en la que el contrato está fijado).
- En los derivados de crédito, se establece un nivel máximo para las cantidades nominales efectivas que equivale a la pérdida potencial máxima. Asimismo, se amplía la elegibilidad de coberturas que pueden ser compensadas.

Al respecto, el 8 de abril de 2014, los reguladores bancarios de los Estados Unidos de América dispusieron la creación de un ratio de apalancamiento suplementario para los bancos más grandes de ese país. El requerimiento mínimo es de 6% para los *holdings* bancarios y de 5% para sus subsidiarias, que cuenten con cobertura del fondo de seguro de depósitos.

I.3 Depósitos en el Sistema Financiero

15. **Los depósitos en el sistema financiero registraron un crecimiento anual de 13,6%, nivel que se sitúa por debajo del 14,7% observado en marzo de 2013.** Destaca la moderación en el crecimiento de los depósitos de la banca entre setiembre de 2013 y marzo de 2014, mientras que la tasa de expansión de los depósitos en las entidades no bancarias se mantiene estable en los últimos meses.



16. **Por tipo de moneda, el aumento de los depósitos en el sistema financiero en el año estuvo liderado por los denominados en moneda extranjera, situación que incidió en el incremento en el ratio de dolarización de los depósitos.**

Cuadro 1.13 DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO ^{1/} (Millones de S/.)								
	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14	Mar.13/Mar.12		Mar.14/Mar.13	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Sistema Financiero	160 367	184 006	204 240	209 031	23 639	14,7	25 025	13,6
Moneda Nacional	95 063	116 861	119 064	119 166	21 798	22,9	2 305	2,0
Moneda Extranjera	65 304	67 145	85 175	89 865	1 841	2,8	22 720	33,8
% dolarización	40,7%	36,5%	41,7%	43,0%				
Banca	138 088	157 177	174 348	178 406	19 089	13,8	21 228	13,5
Moneda Nacional	75 360	92 378	91 864	91 411	17 018	22,6	-967	-1,0
Moneda Extranjera	62 728	64 799	82 484	86 994	2 071	3,3	22 195	34,3
% dolarización	45,4%	41,2%	47,3%	48,8%				
No Banca	15 210	17 876	19 434	20 063	2 665	17,5	2 187	12,2
Moneda Nacional	13 185	16 079	17 300	17 795	2 893	21,9	1 716	10,7
Moneda Extranjera	2 025	1 797	2 134	2 268	-228	-11,2	471	26,2
% dolarización	13,3%	10,1%	11,0%	11,3%				
Banco de la Nación	7 069	8 953	10 458	10 563	1 885	26,7	1 610	18,0
Moneda Nacional	6 517	8 404	9 901	9 960	1 887	29,0	1 555	18,5
Moneda Extranjera	551	549	557	603	-2	-0,4	54	9,9
% dolarización	7,8%	6,1%	5,3%	5,7%				

^{1/} Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2014.
Fuente: Balances de comprobación.

En la banca, el aumento de los depósitos provino del sector privado, mayoritariamente de las personas jurídicas (entre ellas, empresas mineras, de construcción y AFP), en un contexto de depreciación del Nuevo Sol y de aversión al riesgo global asociada a las expectativas del recorte del estímulo monetario de la Reserva Federal (FED).

17. **Los adeudados con el exterior del sistema financiero se redujeron en US\$ 3 510 millones en los últimos doce meses, explicado por la amortización tanto de los de corto (US\$ 3 087 millones) como de largo plazo (US\$ 424 millones).** Con ello, la participación de adeudados de corto plazo se redujo, de 29% a 11,9% entre marzo de 2013 y marzo de 2014.





La banca lideró este proceso, debido a la mayor liquidez en moneda extranjera proveniente de los depósitos de personas jurídicas y al mayor costo de financiamiento asociado al incremento del riesgo país, lo cual incentivó a las instituciones a no renovar sus líneas de crédito.

18. **En los últimos doce meses, las tasas de interés de los depósitos se han reducido, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, en la mayoría de entidades financieras.**

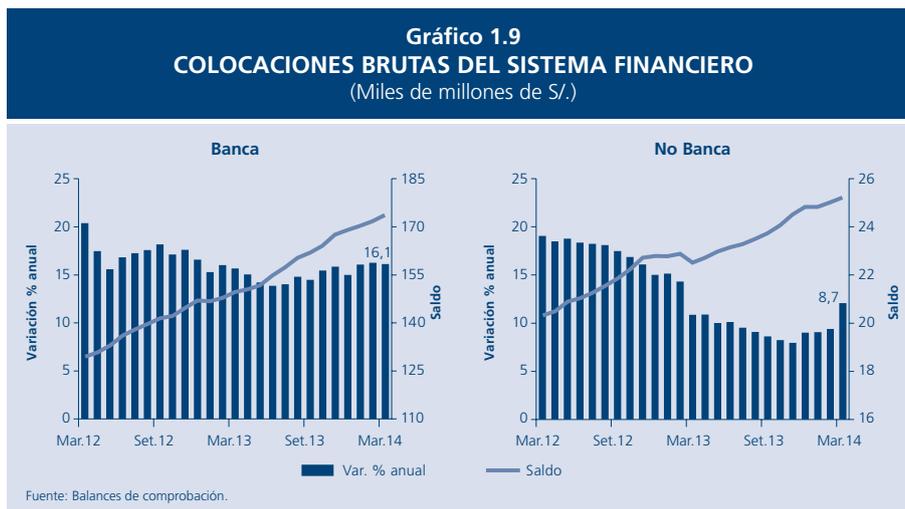
Cuadro 1.14 TASAS DE INTERÉS PASIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO (%)							
		Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
		Ahorro	Plazo*	CTS	Ahorro	Plazo*	CTS
Banca	Mar.13	0,35	4,50	3,66	0,25	1,67	2,54
	Set.13	0,39	3,96	3,58	0,27	1,79	2,06
	Mar.14	0,31	4,35	3,49	0,22	1,39	1,74
Financieras	Mar.13	1,63	5,78	7,60	0,88	2,92	4,20
	Set.13	0,77	5,70	8,11	0,32	2,90	3,67
	Mar.14	0,82	5,21	8,62	0,31	2,64	4,90
CM	Mar.13	0,86	6,71	9,43	0,45	2,74	4,45
	Set.13	0,86	6,04	8,14	0,45	2,58	4,08
	Mar.14	0,79	5,38	7,15	0,37	1,52	2,98
CRAC	Mar.13	1,35	7,55	12,44	0,69	4,63	4,86
	Set.13	1,42	7,45	9,14	0,66	4,08	4,96
	Mar.14	0,88	6,37	9,23	0,63	2,01	3,79

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

La banca redujo sus tasas de interés pasivas en dólares en un contexto de mayores depósitos realizados en dicha moneda por parte de las personas jurídicas; por el contrario, lo aumentaron en nuevos soles por los menores depósitos observados en el período. Por su parte, las entidades no bancarias redujeron sus tasas de depósitos a plazo en ambas monedas por los mayores niveles de liquidez registrados en el período.

I.4 Colocaciones del Sistema Financiero

19. **En los últimos doce meses, las colocaciones del sistema financiero siguieron creciendo.** La tasa de crecimiento anual de los créditos de la banca pasó de 15,7% en marzo de 2013 a 16,1% en marzo de 2014, debido al dinamismo de los créditos a las empresas de mayor tamaño. Por su parte, las entidades no bancarias registraron una tasa de crecimiento anual de sus colocaciones de 12,1% (nivel inferior al de la banca), por la expansión de los créditos en las CM y financieras de mayor tamaño.



20. En el análisis del crédito por moneda, destaca el dinamismo de las colocaciones en moneda nacional (tasa de crecimiento anual de 27,7%).

Cuadro 1.15
COLOCACIONES BRUTAS DEL SISTEMA FINANCIERO ^{1/}
(Millones de S/.)

	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14	Mar.13/Mar.12		Mar.14/Mar.13	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Sistema Financiero	154 891	177 571	200 964	206 103	22 680	14,6	28 533	16,1
Moneda Nacional	86 424	100 162	122 047	127 863	13 738	15,9	27 701	27,7
Moneda Extranjera	68 467	77 409	78 917	78 240	8 942	13,1	831	1,1
% dolarización	44,2%	43,6%	39,3%	38,0%				
Banca	129 340	149 601	169 020	173 720	20 260	15,7	24 119	16,1
Moneda Nacional	63 364	74 172	91 736	97 097	10 809	17,1	22 925	30,9
Moneda Extranjera	65 977	75 429	77 284	76 623	9 452	14,3	1 194	1,6
% dolarización	51,0%	50,4%	45,7%	44,1%				
No Banca	20 301	22 507	24 838	25 227	2 206	10,9	2 720	12,1
Moneda Nacional	18 305	20 751	23 227	23 652	2 446	13,4	2 901	14,0
Moneda Extranjera	1 996	1 755	1 611	1 575	-241	-12,1	-181	-10,3
% dolarización	9,8%	7,8%	6,5%	6,2%				
Banco de la Nación	5 250	5 463	7 106	7 156	213	4,1	1 693	31,0
Moneda Nacional	4 755	5 238	7 083	7 114	483	10,2	1 876	35,8
Moneda Extranjera	494	225	23	43	-270	-54,5	-182	-81,0
% dolarización	9,4%	4,1%	0,3%	0,6%				

^{1/} Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2014.
Fuente: Balances de comprobación.

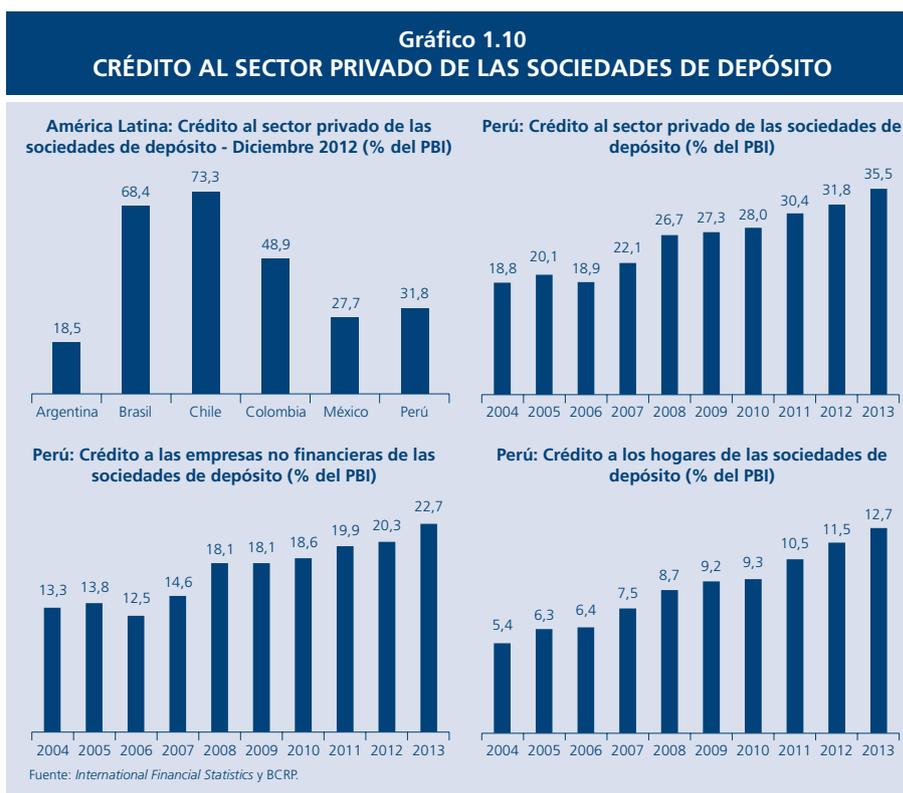
Con ello, el grado de dolarización del crédito disminuyó, de 43,6% en marzo de 2013 a 38% en marzo de 2014, principalmente en la banca cuyos créditos en moneda nacional crecieron 30,9% en ese período.





La desdolarización del crédito viene siendo impulsada por las medidas prudenciales y de política monetaria, pero aún se mantiene en un nivel alto, especialmente en los créditos hipotecarios y los vehiculares, así como en los créditos a las empresas de mayor tamaño. Por ello, es recomendable evaluar medidas adicionales que coadyuven a que los agentes interioricen los riesgos involucrados por los descalces de monedas.

21. **Como porcentaje del PBI, los créditos al sector privado de las sociedades de depósitos¹⁹ llegaron a representar 35,5% en el año 2013, mayor al 31,8% registrado en el año 2012.** De esta manera, continúa la tendencia al alza de la importancia de la intermediación de recursos por el sistema financiero en la actividad económica. Sin embargo, aún la profundización financiera es relativamente baja comparado con algunos países de la región.



22. En los últimos años, se han implementado diversas medidas macroprudenciales en el Perú con el fin de evitar un excesivo crecimiento del crédito del sistema financiero; reducir el impacto desestabilizador de los grandes flujos de capitales de corto plazo;

19 Comprende las colocaciones e inversiones frente a hogares y empresas privadas no financieras de parte de las entidades financieras autorizadas a captar depósitos del público. En el caso peruano, las sociedades de depósito comprenden al Banco Central de Reserva del Perú, empresas bancarias, Banco de la Nación, empresas financieras, cajas municipales, cajas rurales y cooperativas de ahorro y crédito.

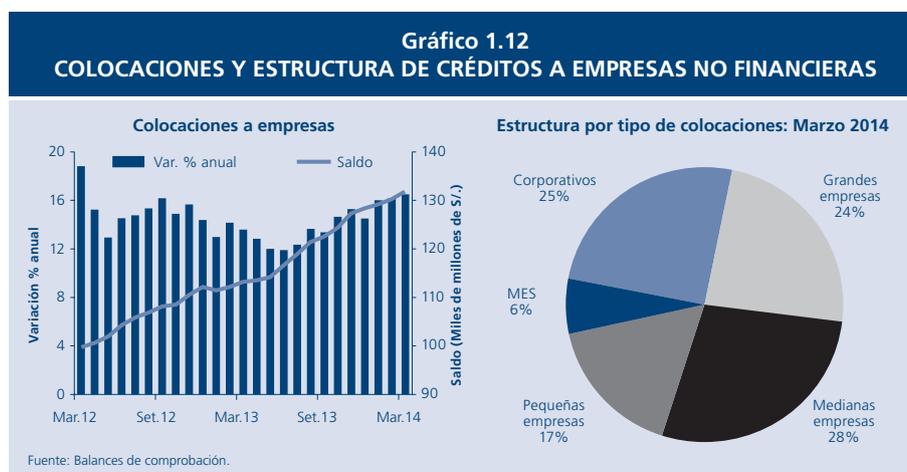
y, acotar el riesgo cambiario que afrontan los agentes económicos en una economía dolarizada como la peruana.

I.5 Financiamiento a las Empresas

23. **El financiamiento a las empresas continuó con su dinamismo en los últimos doce meses, en un contexto de crecimiento económico y mejora de las expectativas empresariales.** Cabe resaltar que, si bien las expectativas empresariales sobre la situación económica a tres meses se deterioraron en el primer semestre de 2013, éstas se recuperaron en el segundo semestre y retornaron al tramo optimista, alcanzando un nivel similar al registrado en abril de 2013.



24. **El crecimiento de los créditos al segmento empresarial se explicó principalmente por el mayor dinamismo de los créditos a las empresas de mayor tamaño, en especial las empresas corporativas, cuya participación alcanzó 25% a marzo de 2014 (23% en marzo de 2013).** Ello permitió compensar el menor ritmo de expansión de los créditos que tuvo lugar en el primer semestre de 2013.





En los últimos doce meses, el número de empresas que obtuvieron financiamiento del sistema financiero creció en 1,5%, y se dio principalmente en empresas medianas (19,4%), grandes (16,4%) y corporativos (15,7%). Asimismo, los saldos de crédito de dichos segmentos experimentaron los mayores incrementos (21,7%; 22,4% y 30,5%, respectivamente). Uno de los factores que explica esta dinámica es el encarecimiento de la tasa de interés de las emisiones en los mercados de capitales internacionales, por la mayor percepción de riesgo sobre las economías emergentes, que hizo que las empresas recurrieran más al financiamiento bancario.

En el segmento MYPE, el crecimiento fue bastante más bajo, debido a la implementación de medidas correctivas orientadas a salvaguardar la calidad de cartera por parte de las entidades financieras²⁰.

Cuadro 1.16
CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE EMPRESAS

	Mar.13			Mar.14		
	Nº de deudores	Saldo de deuda (Millones de S/.)	Deuda promedio (Miles de S/.)	Nº de deudores	Saldo de deuda (Millones de S/.)	Deuda promedio (Miles de S/.)
Corporativos ^{1/}	534	23 624	44 239	618	30 830	49 887
Grandes Empresas	1 998	25 774	12 900	2 325	31 554	13 572
Medianas Empresas	22 922	30 362	1 325	27 363	36 945	1 350
Pequeñas Empresas	360 992	21 353	59	384 734	21 935	57
Microempresas	1 604 293	8 676	5	1 603 024	8 541	5
Total ^{2/}	1 970 246	109 787	56	1 999 089	129 805	65

1/ Comprenden además los créditos otorgados a bancos multilaterales de desarrollo, soberanos, entidades del sector público, intermediarios de valores y empresas del sistema financiero.

2/ Contabiliza una sola vez a aquellos deudores que posean más de un tipo de crédito.

Fuente: RCC y Balances de comprobación.

En las pequeñas empresas, el número de deudores y el saldo total aumentaron en 6,6%²¹ y 2,7%, respectivamente; mientras que en las microempresas, se redujo tanto el número de deudores (-0,1%) como el saldo de sus colocaciones (-1,6%).

25. La dolarización de la deuda de las empresas en el sistema financiero fue 48,2% en marzo de 2014, nivel inferior al registrado en marzo de 2013.

20 Entre las medidas implementadas tenemos el replanteamiento de sus modelos de scoring a fin de evaluar de manera más precisa el riesgo crediticio de sus clientes y la modificación de la política remunerativa de sus asesores comerciales para alinearla con la calidad de cartera.

21 Ello también puede estar asociado a la reclasificación de algunas microempresas a pequeña empresa. Dicha reclasificación tiene lugar cuando el nivel de endeudamiento total del deudor con el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para vivienda) sobrepasa los S/. 20 000 en los últimos seis meses.

Cuadro 1.17 DEUDA POR TIPO DE EMPRESA Y POR MONEDAS CON EL SISTEMA FINANCIERO ^{1/} (Millones de S/.)								
	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14	Mar.13/Mar.12		Mar.14/Mar.13	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Total empresas ^{2/}	99 654	113 193	128 373	131 862	13 539	13,6	18 669	16,5
Moneda Nacional	45 279	51 585	64 427	68 327	6 306	13,9	16 742	32,5
Moneda Extranjera	54 374	61 608	63 945	63 535	7 233	13,3	1 927	3,1
% dolarización	54,6%	54,4%	49,8%	48,2%				
Empresas corporativas	24 980	25 999	33 710	33 176	1 019	4,1	7 177	27,6
Moneda Nacional	8 648	8 669	14 181	14 748	21	0,2	6 079	70,1
Moneda Extranjera	16 332	17 330	19 529	18 428	998	6,1	1 098	6,3
% dolarización	65,4%	66,7%	57,9%	55,5%				
Grandes empresas	22 137	26 176	29 878	31 339	4 039	18,2	5 163	19,7
Moneda Nacional	5 769	6 570	9 920	11 805	801	13,9	5 235	79,7
Moneda Extranjera	16 368	19 605	19 958	19 534	3 237	19,8	-72	-0,4
% dolarización	73,9%	74,9%	66,8%	62,3%				
Medianas empresas	25 477	30 804	33 925	36 873	5 328	20,9	6 068	19,7
Moneda Nacional	7 892	10 225	12 837	14 447	2 333	29,6	4 223	41,3
Moneda Extranjera	17 585	20 580	21 088	22 426	2 995	17,0	1 846	9,0
% dolarización	69,0%	66,8%	62,2%	60,8%				
Pequeñas empresas	18 423	21 517	22 244	21 934	3 094	16,8	416	1,9
Moneda Nacional	14 955	17 932	19 143	19 077	2 978	19,9	1 145	6,4
Moneda Extranjera	3 468	3 585	3 102	2 857	117	3,4	-728	-20,3
% dolarización	18,8%	16,7%	13,9%	13,0%				
Microempresas	8 636	8 696	8 615	8 540	59	0,7	-156	-1,8
Moneda Nacional	8 016	8 189	8 346	8 249	173	2,2	60	0,7
Moneda Extranjera	620	507	268	291	-113	-18,2	-216	-42,6
% dolarización	7,2%	5,8%	3,1%	3,4%				

1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2014. No se incluye al Banco de la Nación.
Fuente: Balances de comprobación.

La reducción de la dolarización de la deuda ocurrió en todos los tipos de crédito, especialmente en créditos corporativos y a grandes empresas, por la mayor preferencia por el endeudamiento en moneda nacional de las empresas en esos segmentos y por el menor dinamismo de las emisiones en el exterior.

26. **En los últimos doce meses, los mayores aumentos en las tasas activas se dieron principalmente en el segmento MYPE, mientras que las principales reducciones corresponden a los créditos a grandes y medianas empresas.** Cabe señalar que las mayores tasas en el segmento MYPE están relacionadas con el incremento de la morosidad de este tipo de créditos.





**Cuadro 1.18
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS A EMPRESAS - MARZO 2014**

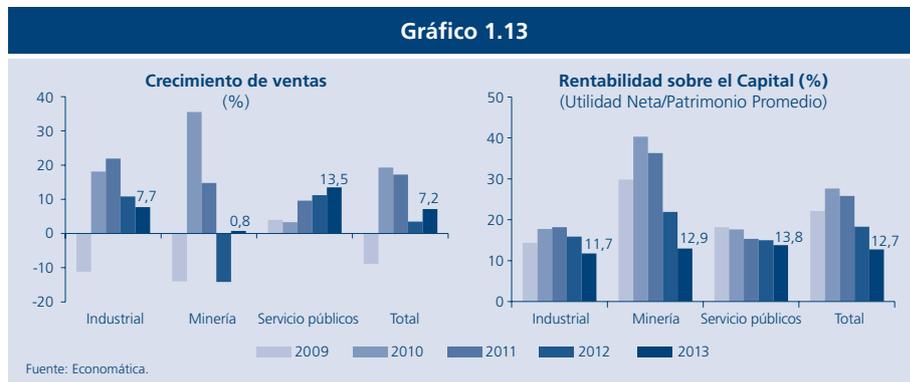
		Corporativos		Grandes Empresas		Medianas Empresas		Pequeñas Empresas		MES	
		MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME
Banca	Mar.13	5,79	4,57	7,43	7,46	10,82	10,13	22,04	14,77	31,40	13,57
	Set.13	5,53	3,03	7,07	6,02	10,86	8,79	21,46	13,13	31,59	16,43
	Mar.14	5,82	2,28	6,96	5,20	10,80	8,56	21,21	13,33	32,50	19,00
Financieras	Mar.13	-	-	-	-	22,80	16,67	29,80	22,33	41,28	24,42
	Set.13	10,50	-	-	-	25,04	16,05	28,47	22,65	41,71	23,87
	Mar.14	-	-	-	13,00	19,14	18,31	30,13	17,99	45,93	22,25
CM	Mar.13	-	-	-	-	20,14	14,43	29,30	18,12	39,91	21,32
	Set.13	-	-	20,00	-	18,53	13,48	29,28	18,36	39,29	17,78
	Mar.14	9,63	-	-	-	18,64	14,42	28,97	18,43	39,83	18,41
CRAC	Mar.13	-	-	20,00	-	19,23	19,11	27,44	19,15	38,26	21,89
	Set.13	-	-	8,72	-	19,21	11,47	28,97	18,89	39,91	19,90
	Mar.14	-	-	11,59	-	18,06	14,62	28,96	22,58	39,91	-

Fuente: SBS.

Indicadores y desempeño financiero de las empresas

27. **En 2013, se observa que las ventas de las empresas de una muestra seleccionada²² han incrementado su ritmo de crecimiento anual respecto a 2012. Destaca el mayor crecimiento de las ventas en las empresas de servicios públicos así como la recuperación en las del sector minero.**

Si bien las ventas de las empresas del sector industrial se han desacelerado con respecto a 2012, dicho crecimiento es aún mayor que el del total de la muestra. Entre los subsectores más dinámicos se encuentran alimentos y bebidas, por el mayor precio de sus productos y mayor volumen de venta; construcción, por el mayor número de servicios de construcción contratados; y comercio, por la mayor apertura de nuevos centros comerciales y supermercados. Cabe mencionar que subsectores como siderurgia y textil vienen recuperando sus niveles previos de ventas.



22 Del total de las empresas que están obligadas a reportar sus Estados Financieros a la Superintendencia de Mercado de Valores, se analiza una muestra de 85 empresas que registran data completa de sus estados financieros desde diciembre de 2008 hasta diciembre de 2013. La información se obtuvo a través de la plataforma Economática.

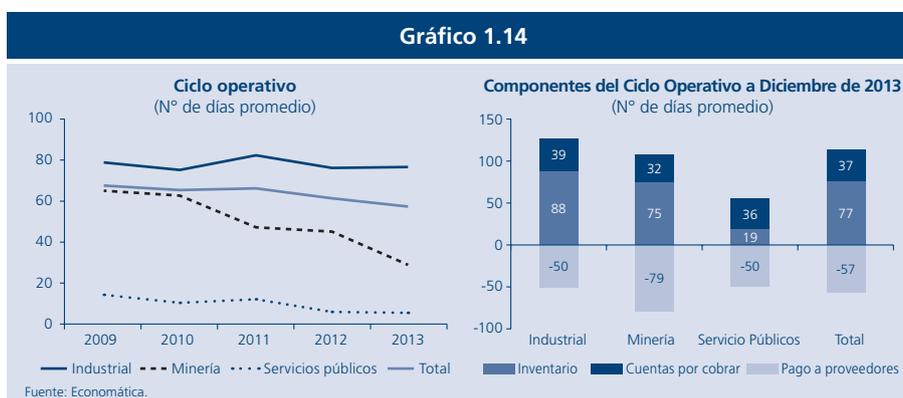
El sector de servicios públicos se mantiene relativamente estable, creciendo tanto en telefonía, electricidad, agua y, especialmente, en gas. Por su parte, el sector minería metálica registra variaciones mixtas a nivel de empresa. En general, ante la caída significativa de la mayoría de los precios de los metales (oro, zinc, cobre, plata, entre otros), las empresas han tratado de incrementar el volumen de producción y enfocarse en los proyectos más prometedores. Cabe destacar que son muy pocas las empresas que elevaron de manera importante sus ventas, básicamente las beneficiadas por la subida del precio del hierro y del estaño.

28. **La rentabilidad de las empresas se ha reducido en los últimos años, especialmente la del sector minero cuyo ROE ha caído significativamente, dejando de ser el sector más rentable.**

Esto último se debe a que las empresas mineras han venido reportando, en los últimos años, mayores gastos de personal y precios más altos de los suministros mineros y repuestos, combustibles y tarifas de servicios públicos. Ante ello, estas empresas vienen implementando medidas para reducir costos, tales como la renegociación de los contratos con proveedores y de los precios de sus principales suministros, reducción de personal, menor realización de labores de exploración, suspensión de obras menores, entre otras.

Debido a que las empresas de este sector vienen priorizando sus proyectos con mayor potencial, es necesario que se resuelvan diligentemente los conflictos sociales para no desalentar la inversión en nuevos proyectos, especialmente porque el 50% de los anuncios de proyectos de inversión para 2014 y 2015 pertenecen a este sector.

29. **El ciclo operativo del negocio²³ se ha venido reduciendo en todos los sectores, debido principalmente al mayor número de días para el pago a proveedores. En el último año, destaca el sector minero por la extensión de este plazo; mientras que los sectores industrial y de servicios públicos mantuvieron un nivel relativamente estable.**



23 Este indicador mide la duración entre el tiempo en el que una empresa hace una inversión en bienes y servicios y el tiempo en el que dicha inversión produce flujos de entrada de caja. Es decir, los días promedio de inventario más los días promedio de las cuentas por cobrar menos los días promedio de pago a proveedores.

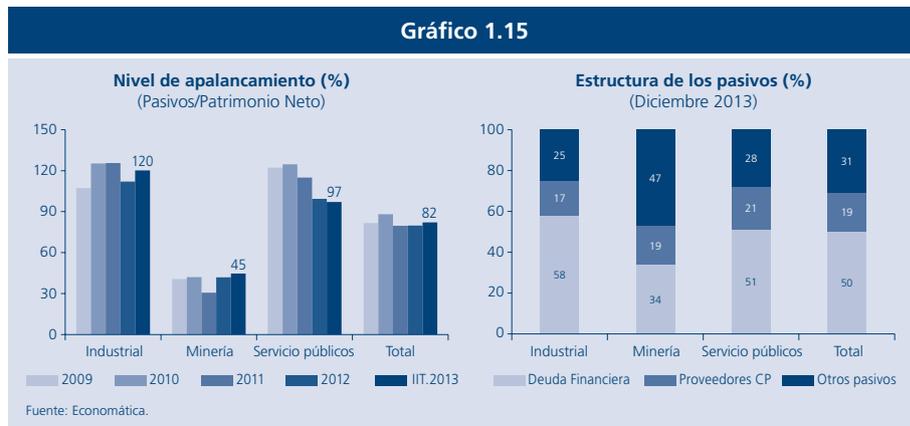




El ciclo de negocio en los sectores industrial y minero es mayor que en el sector de servicios públicos, principalmente por el mayor tiempo en que incurren los dos primeros sectores en rotar sus inventarios.

30. **El nivel de apalancamiento, medido por el ratio pasivos totales entre patrimonio neto, se ha mantenido estable en los sectores de minería e industrial. En cambio, en el sector de servicios públicos se ha reducido progresivamente, destacando el subsector telecomunicaciones, que disminuyó su nivel de pasivos e incrementó su patrimonio.**

En las empresas de los sectores industrial y de servicios públicos, los pasivos corresponden principalmente a deuda financiera; mientras que, para el sector minero, destacan otro tipo de pasivos, tales como el financiamiento proveniente de sus empresas matrices, otros pasivos no comerciales y provisiones. Durante el año 2013, el crecimiento de la deuda financiera de los sectores industrial y minero fue muy dinámico (27,8% y 24,8%, respectivamente); mientras que el correspondiente al sector servicios públicos fue bastante menor (7,8%).

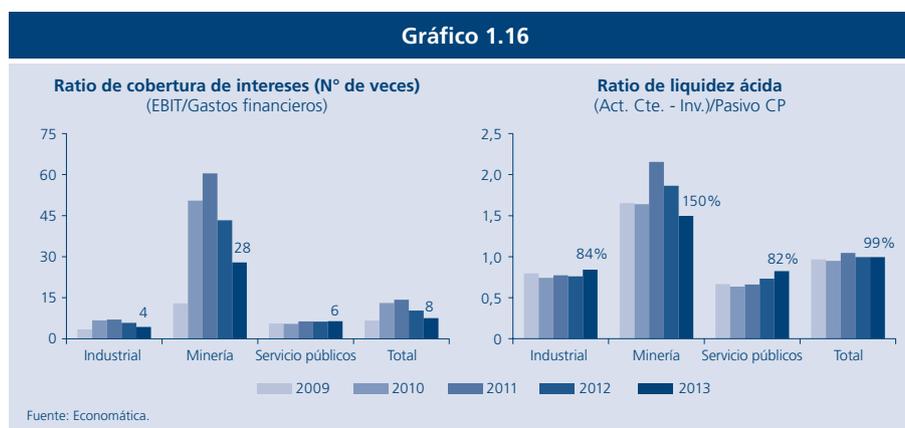


31. **Las empresas de todos los sectores presentan, en general, un adecuado nivel de cobertura de sus gastos financieros con su margen operativo. Así, en promedio, las empresas podrían atender los gastos financieros de los próximos 8 años con la utilidad operativa generada en el último año. Destaca el sector minero con un elevado indicador, por su bajo nivel de apalancamiento.**

El ratio de liquidez ácida²⁴ presenta niveles apropiados para el total de empresas aunque las del sector industrial y de servicios públicos registran niveles inferiores al

24 Mide si las empresas pueden pagar sus obligaciones corrientes con sus activos corrientes neto de inventarios; es decir, sin tener la necesidad de liquidar parte de sus inventarios. Un nivel del 100% permite cubrir adecuadamente los pasivos corrientes.

100%²⁵. Por otro lado, los pasivos de corto plazo del sector de servicios públicos representan el 43% del total de sus pasivos, inferior al de los sectores industrial y minería (51% y 49%, respectivamente)²⁶.



Cabe indicar que, de acuerdo a un informe de la clasificadora de riesgo *Moody's*²⁷ con datos a diciembre de 2013, algunas empresas peruanas calificadas por esta agencia que han emitido bonos en el mercado internacional estarían afrontando un elevado riesgo de liquidez en los siguientes 24 meses, debido a que su flujo de caja no logra compensar el alto nivel de inversiones de capital, en un contexto en el cual las líneas de crédito se han reducido. Sin embargo, durante los primeros meses de 2014, varias de estas empresas han venido emitiendo en el mercado internacional, lo que les ha permitido reestructurar sus deudas de corto plazo o financiar sus planes de inversión.

32. **Las empresas mantienen un optimismo para los próximos 3 meses sobre la economía del país y sobre la situación del sector en el cual realizan sus actividades (ambos indicadores ascienden a 60)²⁸.** Sin embargo, registran niveles de inventarios y órdenes de compra respecto del mes anterior, en niveles relativamente bajos (48 y 51, respectivamente).
33. **Por otro lado, a fin de evitar pérdidas cambiarias como las registradas por las empresas en 2013, es conveniente que éstas reduzcan o cubran su riesgo cambiario. Es recomendable que estas empresas se concentren en obtener buenos resultados en las operaciones propias de su giro de negocio.**

25 Si consideramos en el activo corriente los inventarios, dicho indicador se elevaría a 143% para el caso del sector industrial y a 94% en el caso de servicios públicos.

26 Estos dos sectores, a diciembre de 2009, registraban ratios de alrededor de 57%.

27 "Corporate Liquidity in Peru", reporte publicado el 7 de mayo de 2014.

28 De acuerdo a la encuesta de expectativas empresariales del Banco Central efectuada en febrero de 2014.



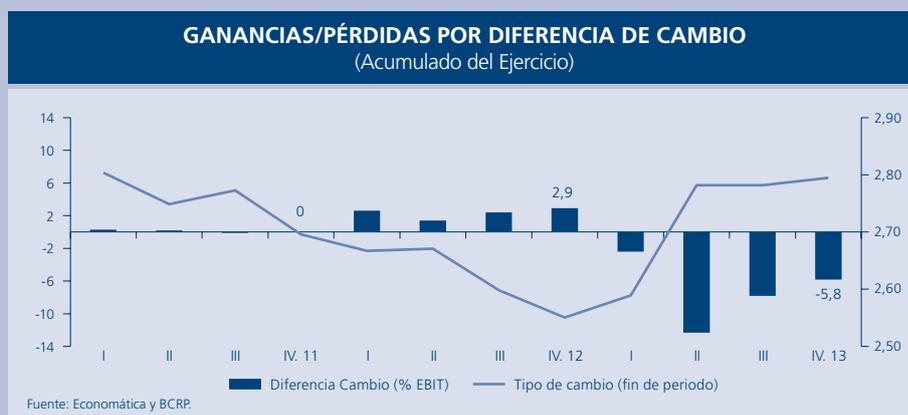


Recuadro 2 RIESGO CAMBIARIO EN EMPRESAS NO FINANCIERAS

Las empresas se encuentran expuestas al riesgo cambiario cuando presentan diferencias entre sus activos y pasivos en dólares. De este modo, ante una subida del tipo de cambio, una empresa que registra un mayor monto de pasivos en dólares que activos en dólares sufrirá pérdidas cambiarias contables.

Esto último significa que, si bien en dicho momento no hay un flujo negativo de recursos (salida efectiva de caja) dado que los activos y pasivos son reclamados en distintos plazos de vencimiento; en la medida que los activos se cobren y los pasivos se cancelen a tipos de cambios más altos, la empresa tendrá los efectos de las pérdidas reales. Asimismo, cuanto mayor sea el nivel de pérdidas cambiarias contables, mayor será la probabilidad de tener pérdidas efectivas. Por su parte, una empresa con exposición cambiaria es más riesgosa, por lo que sus acreedores (prestamistas o bonistas) exigirán una mayor tasa de interés para sus financiamientos²⁹; y, sus accionistas, un mayor retorno para sus inversiones.

A partir de una muestra de 84 empresas que listaron en la BVL entre marzo de 2011 y diciembre de 2013, se observa que en 2011 las empresas se mantuvieron calzadas; luego, en 2012, registraron mayores pasivos en dólares y se beneficiaron de la reducción del tipo de cambio. Sin embargo, en 2013 su mayor endeudamiento en dólares trajo consigo elevadas pérdidas cambiarias ante la repentina subida del tipo de cambio.



En un contexto en que las empresas vienen generando menores utilidades operativas (EBIT, por sus siglas en inglés), las pérdidas cambiarias no hacen sino acentuar la caída de las utilidades netas. Así, en el ejercicio 2013, las empresas registraron pérdidas cambiarias equivalentes a 5,8% del EBIT (alrededor de 1% de las ventas), con lo que las utilidades netas³⁰ como porcentaje de las ventas pasaron de 13,2% en 2012 a 9,8% en 2013.

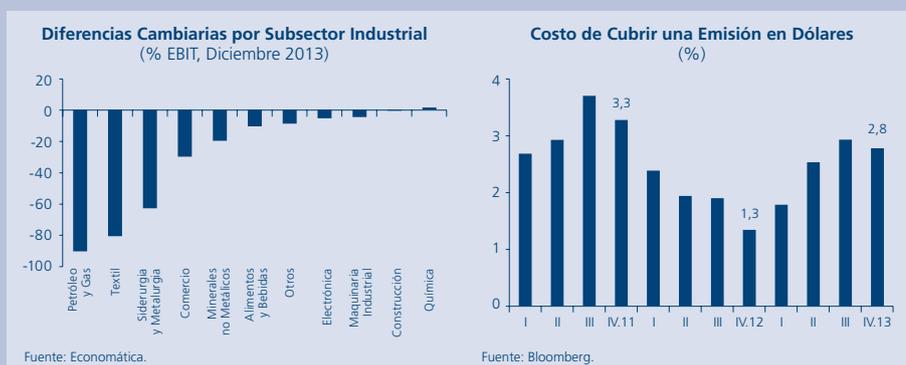
29 Cabe destacar que la SBS exige mayores requerimientos de capital a las entidades financieras cuyos créditos se encuentren expuestos a este tipo de riesgo; lo que es transferido al cliente a través de una mayor tasa de interés.

30 La utilidad neta es igual a la utilidad operativa menos los gastos financieros netos, la diferencia cambiaria neta y los impuestos y participaciones de los trabajadores.

Por sector económico, se aprecia que el sector industrial es el que estuvo más expuesto en 2013, aunque las pérdidas por diferencia de cambio se redujeron en el segundo semestre por la menor volatilidad del tipo de cambio. Dentro del sector industrial, se observó una marcada diferencia en las pérdidas cambiarias registradas por los distintos subsectores, llegando en algunos casos (Petróleo y Gas, así como Textil) a niveles de alrededor de 80% del EBIT.



De este modo, es recomendable que las empresas reduzcan la dolarización de sus obligaciones con la finalidad de calzar mejor sus pasivos y activos en dólares. Asimismo, las empresas que emitieron instrumentos de deuda en los mercados internacionales, aprovechando el contexto de bajas tasas de interés en dólares, deberían tomar coberturas, por ejemplo, a través de un *swap* de monedas (que cambie los pagos que la empresa debe realizar, de dólares a Nuevos Soles), con la finalidad de mitigar su riesgo cambiario.



Cabe indicar que el costo del *swap* ha fluctuado en línea con la evolución del tipo de cambio, por lo que en el caso que el tipo de cambio muestre una tendencia creciente, cada vez sería más costoso cubrir una emisión en dólares. Ello es aún más relevante en el contexto de la reducción del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (*tapering*), que puede elevar significativamente el tipo de cambio como consecuencia de una considerable salida de capitales de los países emergentes.

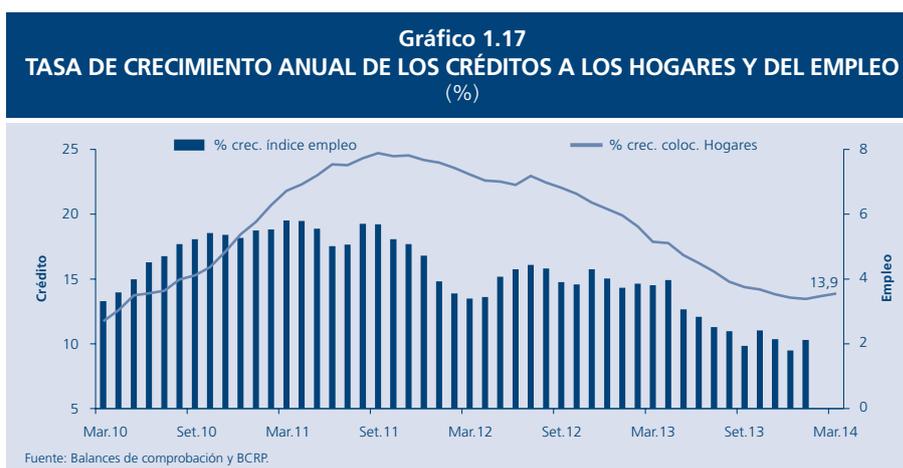
En conclusión, es necesario que las empresas reduzcan su exposición cambiaria para no afectar los resultados operativos de su negocio. En ese sentido, deben centrar sus esfuerzos en revertir los menores rendimientos que vienen obteniendo de su *core business*.



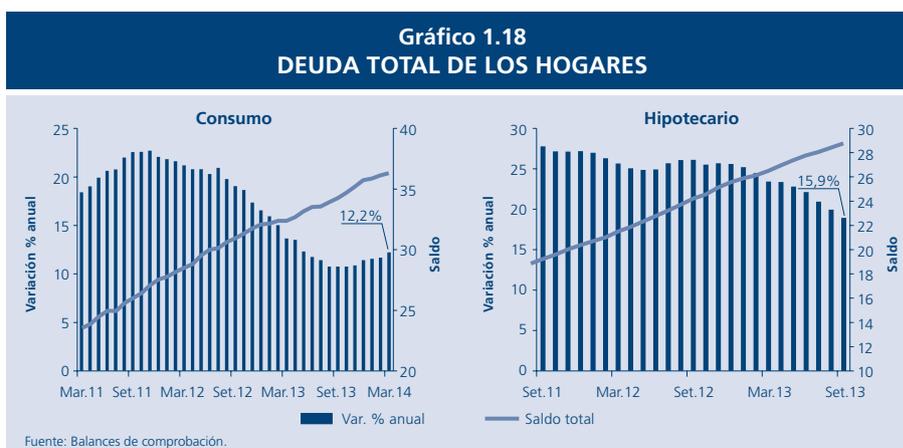


I.6 Financiamiento a los Hogares

34. **La tasa de crecimiento anual de los créditos a los hogares (consumo e hipotecario) se ha desacelerado en los últimos doce meses (de 17,9% en marzo de 2013 a 13,9% en marzo de 2014).** La dinámica de estos créditos continuó manteniendo una relación directa con el crecimiento del empleo.



35. **El menor ritmo de crecimiento de los créditos a los hogares tuvo lugar tanto en créditos de consumo como en los hipotecarios.** Entre los factores que explican esta dinámica tenemos la implementación de mayores requerimientos de capital y requerimientos de encaje para préstamos en moneda extranjera.



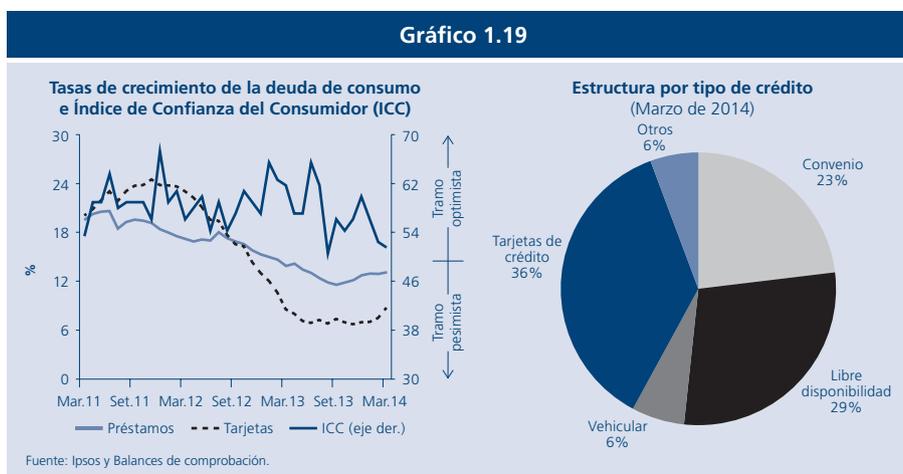
36. **Uno de los factores que explican las menores tasas de crecimiento de los créditos a hogares es la menor concesión de créditos en dólares.** En los últimos doce meses, la dolarización de la deuda total de los hogares con el sistema financiero se ha reducido, de 26,4% a 21,9%; sobre todo en los créditos hipotecarios, por el rápido crecimiento de los préstamos otorgados en moneda nacional y la progresiva reducción de los denominados en moneda extranjera.

La dolarización de la deuda por créditos de consumo en los últimos doce meses pasó de 10,4% a 9,3%. Este nivel es relativamente bajo, excepto en los créditos vehiculares cuyo nivel de dolarización fue 72,9% a marzo de 2014. En cuanto a los créditos hipotecarios, su nivel de dolarización se viene reduciendo sostenidamente (en los últimos meses, el flujo de créditos se otorga mayoritariamente en moneda nacional), debido a los cambios regulatorios que encarecen estos créditos (tales como los ya mencionados en el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito y en los requerimientos de encaje).

Cuadro 1.19 CRÉDITO A HOGARES ^{1/} (Millones de S/.)								
	Mar.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14	Mar.13/Mar.12		Mar.14/Mar.13	
					Flujo	Var.%	Flujo	Var.%
Total	49 988	58 915	65 485	67 085	8 927	17,9	8 170	13,9
En Moneda Nacional	36 389	43 339	50 536	52 423	6 949	19,1	9 084	21,0
En Moneda Extranjera	13 598	15 576	14 949	14 662	1 978	14,5	-914	-5,9
% dolarización	27,2%	26,4%	22,8%	21,9%				
Consumo	28 499	32 391	35 767	36 354	3 893	13,7	3 963	12,2
En Moneda Nacional	25 683	29 018	32 328	32 961	3 335	13,0	3 942	13,6
En Moneda Extranjera	2 816	3 373	3 439	3 393	557	19,8	20	0,6
% dolarización	9,9%	10,4%	9,6%	9,3%				
Hipotecario	21 489	26 524	29 718	30 731	5 034	23,4	4 208	15,9
En Moneda Nacional	10 706	14 320	18 208	19 462	3 614	33,8	5 142	35,9
En Moneda Extranjera	10 783	12 203	11 510	11 269	1 420	13,2	-934	-7,7
% dolarización	50,2%	46,0%	38,7%	36,7%				

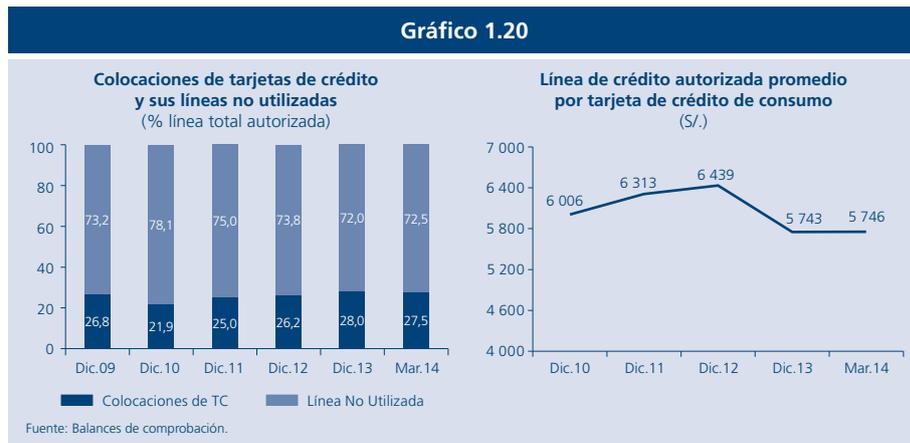
1/ Para la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de marzo de 2014. Se consideran los créditos de consumo del Banco de la Nación.
Fuente: Balances de comprobación.

37. **Entre los créditos de consumo, los préstamos cuota viene creciendo a un mayor ritmo que los otorgados a través de tarjetas de crédito (13% versus 9%).** El dinamismo de los prestamos cuota es explicada por el crecimiento de los créditos de libre disponibilidad (17,5% anual).





38. **En los préstamos a través de tarjetas de crédito, se observó que la línea de crédito autorizada o aprobada por las instituciones financieras del país se redujo en 10,7% desde diciembre de 2012 (de S/. 6 439 a S/. 5 746).** Esta dinámica llevó a que el porcentaje de utilización de la línea autorizada promedio por tarjeta de crédito aumentara en el mismo período, de 26,2% a 27,5%.



39. **En los créditos hipotecarios, se observó una desaceleración de la tasa de crecimiento de los préstamos otorgados por las instituciones financieras con recursos propios y con recursos del Fondo Mivivienda.**

La tendencia decreciente en la tasa de crecimiento de los créditos hipotecarios estaría vinculada, en parte, a la entrada en vigencia del reglamento para el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito, que ajusta los factores de ponderación por riesgo de crédito para los créditos hipotecarios para vivienda considerando las condiciones crediticias bajo las cuales se otorgan (plazo, moneda, tasa de interés, entre otras)³¹. El ajuste tiene como objetivo que el requerimiento de patrimonio refleje de manera más adecuada el nivel de riesgo de los créditos hipotecarios.



31 El factor de ponderación se eleva mientras mayor sea el plazo, el crédito sea desembolsado en moneda extranjera, la tasa de interés sea variable y el crédito tenga un mayor ratio loan-to value, entre otros.

Cabe indicar que la participación del financiamiento del Fondo Mivivienda en los créditos hipotecarios del sistema financiero se incrementó en los últimos doce meses (de 14,9% a 15,5%). La participación de dicho financiamiento pasó de 14% a 14,3% en la banca y de 39% a 46% en las entidades no bancarias.

40. **Entre el primer trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2013, la mediana de los precios por metro cuadrado de los departamentos ubicados en los distritos de La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Surco pasó de S/. 2 854 a S/. 5 011.**

En línea con el comportamiento de los precios de las viviendas, el saldo promedio por crédito de los nuevos créditos hipotecarios desembolsados mensualmente se ha incrementado, de S/. 170 mil en setiembre de 2009 a S/. 264 mil en diciembre de 2013.



41. **En general, el crecimiento acelerado del crédito hipotecario por encima de la capacidad de pago sostenible de las familias, aunado al incremento insostenible de los precios de los inmuebles, puede generar una situación de burbuja de precios de estos activos.** En estas circunstancias, la caída abrupta de los precios de los inmuebles compromete la capacidad de pago de los deudores que esperaban ganar un retorno vinculado al alza de los precios y, con ello, se podría configurar una situación de crisis financiera.

Por ello, es importante mantener un seguimiento de la evolución de los precios de los inmuebles y del indicador de capacidad de recuperar una inversión en este tipo de propiedad mediante el alquiler de los mismos. El ratio de precio sobre alquiler anual, que representa el número de años en que se recuperaría la inversión aumentó de manera generalizada en el cuarto trimestre de 2013.





Cuadro 1.20
PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M²

MEDIANAS ^{1/}	2011-II	2011-III	2011-IV	2012-I	2012-II	2012-III	2012-IV	2013-I	2013-II	2013-III	2013-IV
Jesús María	13,1	12,9	13,0	13,0	15,7	15,5	14,9	15,0	15,6	15,7	16,2
La Molina	17,2	15,2	15,8	12,7	10,7	12,4	11,6	13,7	14,7	15,5	16,4
Lince	15,6	16,5	14,1	13,9	14,2	14,2	16,4	14,1	14,6	15,4	15,5
Magdalena	13,7	12,7	12,5	14,5	14,1	13,1	16,0	14,0	14,5	15,1	15,0
Miraflores	14,0	15,6	15,7	19,0	17,0	15,3	15,0	14,8	16,5	16,3	15,9
Pueblo Libre	15,6	15,0	15,3	15,4	16,5	15,2	16,0	14,1	14,3	15,3	16,1
San Borja	17,2	16,6	17,2	15,3	19,5	16,8	18,2	18,6	17,5	17,1	16,7
San Isidro	15,9	14,9	16,7	19,7	17,7	17,2	18,4	18,0	17,2	17,3	17,7
San Miguel	15,9	13,7	12,8	14,8	15,3	16,1	15,6	14,4	14,8	14,7	15,0
Surco	15,8	13,3	16,3	16,6	16,7	17,1	15,0	16,8	16,3	16,5	16,6
<i>Agregado Promedio</i>	15,4	14,6	14,9	15,5	15,7	15,3	15,7	15,3	15,6	15,9	16,1

^{1/} Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta y alquileres de cada distrito.
Fuente: BCRP.

Cabe indicar que el reglamento de requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito establece medidas prudenciales adicionales a las ya comentadas con el objetivo de reducir la compra de inmuebles con propósitos especulativos. De este modo, el reglamento establece un ratio *loan-to-value* prudencial más estricto para aquellos créditos hipotecarios destinados a la compra de una segunda vivienda³², lo que implica una mayor exigencia de capital para las entidades financieras.

42. **En el último semestre, la tasa de interés de los créditos hipotecarios se redujo en la banca y en las CRAC, mientras que las tasas de interés de los créditos de consumo se han venido incrementando en la mayoría de entidades financieras, en un contexto de mayor tasa de morosidad de este tipo de créditos.**

Cuadro 1.21
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS A HOGARES - MARZO 2014

		Consumo		Hipotecario	
		MN	ME	MN	ME
Banca	Mar. 13	39,33	24,14	9,22	8,16
	Set. 13	41,65	25,53	9,29	8,78
	Mar. 14	42,93	26,66	9,21	8,52
Financieras	Mar. 13	52,29	25,92	-	-
	Set. 13	54,63	25,18	-	-
	Mar. 14	60,84	22,65	-	-
CM	Mar. 13	27,46	15,75	14,23	11,60
	Set. 13	28,55	14,64	14,17	11,70
	Mar. 14	29,70	15,87	14,68	12,44
CRAC	Mar. 13	33,44	17,92	11,31	-
	Set. 13	35,05	15,39	10,43	-
	Mar. 14	34,76	35,77	10,16	-

Fuente: SBS.

32 70% para un crédito en moneda nacional para la compra de segunda vivienda versus 90% en uno en moneda nacional para la compra de primera vivienda.

II. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DIRECTA

II.1 Oferta Primaria

43. En el primer trimestre de 2014, se observó una reducción en el monto emitido por las entidades financieras y las empresas corporativas en el mercado de deuda local.

Cuadro 2.1 EMISIONES LOCALES DE INSTRUMENTOS DE DEUDA POR PARTE DEL SECTOR PRIVADO				
Año	Monto emitido (Millones de S/.)	Variación porcentual ^{1/}	Número de emisiones	Número de emisores
2006	5 120		176	41
2007	5 199	2%	175	56
2008	4 050	-22%	118	39
2009	5 117	26%	135	37
2010	3 487	-32%	95	39
2011	4 074	17%	100	31
2012	4 673	15%	87	31
2013	4 695	0%	87	34
2014 ^{1/}	785	-38%	14	13

^{1/} La variación porcentual se mide respecto al año anterior. En el caso de 2014, se compara el primer trimestre de ese año respecto al primer trimestre de 2013.
Fuente: SMV - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

Si bien en 2011 y 2012 el monto emitido en el mercado de capitales local se incrementó a tasas de crecimiento anual entre 15% y 17%, en el año 2013 se frenó este crecimiento (el monto emitido fue similar al de 2012) y, en el primer trimestre de 2014, el monto emitido registró una reducción con respecto al mismo período del año anterior. Ello refleja en parte el hecho que, a partir del 2012, las empresas corporativas de mayor tamaño han encontrado en el mercado de capitales internacional una alternativa para realizar sus emisiones de instrumentos de deuda³³.

44. En el período setiembre 2013 – marzo 2014, se incorporaron nuevos emisores al mercado de capitales local, provenientes principalmente del Mercado Alternativo de Valores (MAV).

33 En 2011, las empresas corporativas peruanas realizaron emisiones en el mercado internacional por US\$ 2 540 millones, monto que se elevó a US\$ 8 232 millones en 2012 y a US\$ 6 339 millones en 2013. En el primer trimestre de 2014, el monto emitido en el mercado internacional ascendió a US\$ 1 300 millones.





En el último semestre se contabilizaron cuatro nuevos emisores: Los Portales S.A., Jaime Rojas Representaciones Generales y Tritón Trading S.A.³⁴, que colocaron papeles comerciales; así como Financiera UNO, que emitió certificados de depósitos negociables.

Cabe indicar que, desde el año 2002, 69 empresas han ingresado como nuevos emisores de instrumentos de deuda en el mercado de capitales local. Los años en que se registró mayor cantidad de nuevos emisores fueron 2005 y 2010 (10 emisores en cada año), 2006 (9 emisores), así como 2007 y 2013 (8 emisores en cada año).

Cuadro 2.2 NUEVOS EMISORES DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN EL MERCADO DE CAPITALES		
2004	2007	2011
<ol style="list-style-type: none"> 1. Aguaytía Energy Group 2. Creditex 3. Transportadora de Gas del Perú 4. Pluspetrol Norte 5. Compañía Minera Atacocha 6. Supermercados Peruanos 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Corporación Aceros Arequipa 2. Metalpren 3. Zinc Industrias Nacionales 4. Compañía Industrial Nuevo Mundo 5. Edpyme Edyficar 6. Enersur 7. Inmuebles Panamericana 8. Centro Comercial La Marina* 	<ol style="list-style-type: none"> 1. C.C. Mall Aventura Plaza Trujillo 2. Financiera Efectiva 3. Pacífico Seguros 4. Hipermercados Tottus
2005	2008	2012
<ol style="list-style-type: none"> 1. Refinería La Pampilla 2. Pesquera Exalmar 3. Corporación Miski 4. Nissan Maquinarias 5. Minera Barrick Misquichilca 6. Cineplex 7. Universidad San Martín de Porres 8. Emp. de Generación Eléctrica Cahua 9. Drokasa 10. Hunt Oil Company of Perú 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Corporación Lindley 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Banco de Comercio 2. CMAC Sullana 3. H 2 Olmos 4. San Fernando
2006	2009	2013
<ol style="list-style-type: none"> 1. Corporación Andina de Fomento 2. Telefónica Móviles 3. Minera Yanacocha 4. Pluspetrol Camisea 5. Citibank del Perú 6. Municipalidad de Lima Metropolitana 7. Tiendas EFE 8. Leasing Total 9. Concesionaria Transvase Olmos* 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kallpa Generación 2. Perú LNG 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Andino Investment Holding 2. CMAC Huancayo 3. Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar 4. Gerencia Inmobiliaria Edifica 5. Abengoa Transmisión Norte 6. C.C. Mall Aventura Plaza Bellavista 7. Los Portales S.A. 8. Financiera UNO S.A.
2010	2014	
<ol style="list-style-type: none"> 1. Cementos Andino 2. Titulizadora Peruana 3. HSBC Bank Perú 4. Rash Perú 5. Inmuebles Comerciales 6. Pluspetrol Lote 56 7. CMAC Arequipa 8. Montana S.A. 9. Financiera TFC S.A. 10. CrediScotia Financiera 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Jaime Rojas Representaciones Generales 2. Triton Trading S.A. 	

* Emitidos bajo oferta privada.
Fuente: SMV.

45. **Un hecho resaltante observado en los últimos años es que un mayor universo de entidades del sistema financiero, principalmente no bancarias, viene utilizando el mercado de capitales local como una fuente de fondeo adicional.**

34 Estas dos últimas empresas realizaron sus emisiones a través del MAV. Jaime Rojas Representaciones Generales es una empresa dedicada al equipamiento hospitalario, mientras que Tritón Trading S.A. es una empresa dedicada a la comercialización de maquinaria y equipo para la industria portuaria, minera y de construcción.

Asimismo, conforme las entidades financieras tienen más tiempo en el mercado de capitales, van sofisticando sus emisiones y ampliando el plazo de vencimiento de las mismas. Inicialmente, emiten certificados de depósito negociables que tienen un plazo máximo de 365 días; luego, bonos corporativos a plazos de 3 años o más; y, posteriormente, bonos subordinados a plazos de 10 años o más.

En los últimos años, CMAC Arequipa, CMAC Sullana, CMAC Huancayo y, más recientemente en 2013, Financiera UNO ingresaron al mercado de capitales emitiendo certificados de depósitos negociables. Por su parte, los bancos Falabella y Ripley así como Financiera Efectiva han pasado de emitir certificados de depósitos negociables a colocar bonos corporativos. De igual modo, las financieras Crediscotia y Edyficar han pasado de emitir certificados de depósitos negociables a colocar bonos corporativos y, posteriormente, bonos subordinados.

Las emisiones en el mercado de capitales han permitido a estas entidades diversificar sus fuentes de fondeo y reducir sus gastos financieros, lo que se ha traducido en una reducción de las tasas de interés pasivas con las que remuneran sus obligaciones con el público.

Por otro lado, los cuatro bancos más grandes del sistema financiero, que tradicionalmente figuran entre los mayores emisores del mercado local, vienen realizando sus emisiones de bonos corporativos y subordinados, cada vez más, en el mercado internacional.

46. **Las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño tienen como fuente de financiamiento adicional las emisiones de instrumentos de deuda en el mercado internacional.**

El acceso al financiamiento para las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño en el mercado de capitales internacional se ha visto facilitado por la obtención del grado de inversión y por los sólidos fundamentos macroeconómicos del Perú. Las emisiones internacionales de empresas peruanas (entidades financieras más empresas corporativas no financieras) han registrado un importante incremento en 2012 y 2013³⁵. De acuerdo a data recopilada por el Banco Internacional de Pagos, el saldo de los valores emitidos por las empresas peruanas en el mercado internacional ha subido de US\$ 12,4 mil millones en diciembre de 2012 a US\$ 18 mil millones en diciembre de 2013.

Cabe mencionar que el mayor dinamismo de las emisiones de empresas peruanas en el mercado internacional ocurre en un contexto de incremento de las emisiones

35 Emisiones realizadas bajo la Regla 144-A de la *Securities Exchange Commission* de Estados Unidos.





internacionales por parte de las principales empresas de los países emergentes. Así, el saldo de títulos de deuda emitidos en el mercado internacional por las empresas de países como Brasil, Chile, Colombia y México también ha mostrado un importante crecimiento.

Cuadro 2.3 SALDO DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES (Miles de millones de US\$)									
País	Entidades financieras (1)			Empresas corporativas no financieras ^{1/} (2)			Total Saldo de emisiones (1) + (2)		
	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.11	Dic.12	Dic.13
Argentina	3,3	2,8	2,3	5,6	5,0	5,3	8,9	7,8	7,6
Brasil	54,2	59,0	58,0	31,6	39,9	40,2	85,8	98,9	98,2
Chile	5,8	8,5	12,1	16,9	20,0	26,2	22,7	28,5	38,3
Colombia	3,4	5,4	7,5	4,5	6,9	9,0	7,9	12,3	16,5
México	11,4	15,8	16,8	54,3	73,2	104,1	65,7	89,0	120,9
Perú	5,4	8,2	10,1	2,0	4,2	7,9	7,4	12,4	18,0
Venezuela	1,3	1,1	1,1	22,0	22,0	22,0	23,3	23,1	23,1

^{1/} Incluye empresas estatales como PDVSA.
Fuente: BIS.

47. **Las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño realizan emisiones en el exterior debido a que pueden acceder a financiamiento por montos superiores y a menor costo que en el mercado local.** Otra de las ventajas para preferir financiarse en el exterior es la mayor cantidad y diversidad de inversionistas que adquieren los instrumentos emitidos.

Las emisiones internacionales de las empresas corporativas no financieras han servido tanto para la sustitución de pasivos (por ejemplo, alargando los plazos de vencimiento) como para financiar los proyectos de inversión en cartera de las empresas para los próximos años.

48. **Desde octubre de 2013, el ritmo de emisiones de bonos de las empresas corporativas peruanas en el mercado internacional empezó a recuperarse, a pesar del incremento de tasas en los mercados internacionales.**

Luego que las empresas corporativas frenaron las emisiones de bonos en el mercado internacional entre mayo y setiembre de 2013 (solo se registró una emisión en setiembre de *Inkia Energy* por US\$ 150 millones), a partir de octubre de ese año se registraron nuevas emisiones. No obstante ello, el monto emitido entre octubre de 2013 y marzo de 2014 (US\$ 2 048 millones) fue inferior al observado en el semestre anterior (US\$ 2 680 millones entre abril y setiembre de 2013, de los cuales US\$ 2 530 millones se colocaron en abril).

Cuadro 2.4
COLOCACIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN EL EXTRANJERO
(Octubre 2013 - Marzo 2014)

Emisor	Tipo	Fecha Colocación	Monto emitido (Mill. de US\$)	Plazo	Tasa	Calificación
San Miguel Industrias	Senior Notes	30-oct-13	200	7 años	7,75%	Ba2 / BB
Andino Investment Holding	Senior Notes	07-nov-13	115	7 años	11,00%	BB-
Planta de Reserva Fría de Generación de Eten	Secured Senior Notes	28-nov-13	133	20 años	7,65%	BBB- / BBB-
Banco de Crédito	Subordinated Notes	15-ene-14	200	13 años 3 meses	6,125% hasta 23/04/2022, Libor 3M+7,043%	BBB
Compañía Minera Ares	Senior Notes	15-ene-14	350	7 años	7,75%	Ba1/ BB+
Minsur	Senior Notes	31-ene-14	450	10 años	6,25%	BBB- / BBB- Baa3
Interbank	Subordinated Notes	11-mar-14	300	15 años	6,625% hasta 18/03/2024, Libor 3M+5,76%	BBB- / BBB- Ba1
Fondo MIVIVIENDA	Senior Notes	26-mar-14	300	5 años	3,38%	BBB+ / BBB+
Total			2 048			

Fuente: SMV, emisores y Bloomberg.

II.2 Demanda por Valores

49. **El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales ascendió a S/. 141 901 millones a marzo de 2014, cifra superior en S/. 3 290 millones respecto a marzo de 2013.** De este total, los recursos administrados por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) representan el 73%; por las compañías de seguros, el 16%; y, por los fondos mutuos, el 11%.

Cuadro 2.5
PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES
(Millones de S/.)

	Dic.12	Mar.13	Mar.14	Var.		Estructura	
				Mar.13/Mar.12	Mar.14/Mar.13	Mar.13	Mar.14
AFP	96 853	100 347	103 157	10 181	2 810	72%	73%
Fondos Mutuos	17 791	17 938	15 770	3 692	-2 168	13%	11%
Empresas de Seguros	19 397	20 326	22 974	2 472	2 648	15%	16%
Total	134 041	138 611	141 901	16 345	3 290	100%	100%

Fuente: SMV y SBS.





50. **La cartera administrada por las AFP alcanzó los S/. 103 157 millones a marzo de 2014 (incremento de 3% respecto a marzo de 2013).** En el último semestre, la composición de la cartera muestra una reducción en la participación de los títulos de renta variable y de los CDBCRP a favor de un incremento de las inversiones en el exterior (en diciembre de 2013, se aprobó un cronograma de elevación del límite de inversiones en el exterior de las AFP, que llegará a 40% de la cartera administrada en julio de 2014) y de los depósitos en el sistema financiero local (a raíz de los resultados negativos de la BVL).

Cuadro 2.6 COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO (Millones de S/.)							
	Dic.12	Mar.13	Mar.14	Var.		Estructura	
				Mar.13/Mar.12	Mar.14/Mar.13	Mar.13	Mar.14
Bonos del gobierno	14 109	13 107	12 269	-16	-838	13%	12%
Certificados de Depósito del BCRP	2 830	2 752	861	1 439	-1 891	3%	1%
Depósitos en el sistema financiero	3 825	5 303	13 806	1 341	8 504	5%	13%
Renta fija sector privado	13 656	14 066	13 069	1 979	-998	14%	13%
Títulos de renta variable	24 844	24 925	14 967	-1 262	-9 958	25%	15%
Sociedades Titulizadoras	5 111	4 862	5 643	288	780	5%	5%
Fondos de inversión y mutuos	3 680	3 598	4 220	264	623	4%	4%
Operaciones en tránsito	286	70	213	-267	143	0%	0%
Inversiones en el exterior	28 512	31 664	38 108	6 414	6 444	32%	37%
Total	96 853	100 347	103 157	10 181	2 809	100%	100%

Fuente: SBS.

Las inversiones de las AFP en renta variable local se concentran principalmente en los sectores financiero, minero, eléctrico y de alimentos y bebidas. En términos de títulos individuales, los recursos administrados por las AFP se invierten en acciones de empresas como *Credicorp*, *Volcán Compañía Minera*, *Minsur*, *Alicorp*, *Graña y Montero*, *Intergrupp*, *Enersur*, *Edegel*, *Unión Andina de Cementos*, *Cementos Pacasmayo*, entre otras.

A marzo de 2014, las inversiones en el exterior de las AFP representan el 37% del valor del portafolio administrado y aún tienen margen para incrementar su participación pues se ubican en un nivel inferior al límite operativo vigente (38% del valor del fondo de pensiones desde el 15 de marzo y 38,5% a partir del 15 de abril). Estas inversiones se concentran principalmente en: cuotas de participación en fondos mutuos (S/. 28 121 millones); bonos emitidos por empresas financieras y no financieras (S/. 3 604 millones); títulos de renta variable (S/. 4 374 millones); certificados y depósitos a plazo de empresas financieras (S/. 527 millones); y, títulos de deuda de gobiernos (S/. 1 481 millones).

Un indicador que muestra la aversión al riesgo de las AFP es que, a marzo de 2014, mantienen el 14% del total de la cartera administrada en depósitos a plazo y en cuenta corriente en entidades del sistema financiero local e internacional. Como se mencionó en el REF anterior, estos depósitos no son un vehículo adecuado de

inversión para los fondos de pensiones debido a que no calzan con el tipo, el plazo³⁶ ni la rentabilidad que deben tener los activos en los cuales deben invertir.

Esta excesiva liquidez de bajo rendimiento³⁷ que exhiben los portafolios administrados por las AFP estaría implicando una ausencia de mejores alternativas de inversión. Anteriormente, se ha observado que, en condiciones normales, la liquidez del portafolio de las AFP (depósitos a plazo y en cuenta corriente) representa entre 5% y 6% del total de la cartera administrada.

Cuadro 2.7 RENTABILIDAD NOMINAL ANUALIZADA DE LOS FONDOS DE PENSIONES				
	1 año	3 años	5 años	8 años
Fondo 1	-1,73	5,25	6,83	n.d.
Fondo 2	-2,04	2,71	10,12	10,36
Fondo 3	-4,12	-1,18	13,03	n.d.

Fuente: SBS.

51. **El portafolio de inversión de los fondos mutuos alcanzó, en marzo de 2014, un total de S/. 15 770 millones, nivel inferior en S/. 2 168 millones al registrado en marzo de 2013.** La reducción del valor total del portafolio de los fondos mutuos en el año se debió fundamentalmente a la disminución en el valor de algunos activos financieros, principalmente los de renta fija (S/. 2 598 millones)³⁸, que fue compensada, en parte, por el incremento de los depósitos en el sistema financiero (S/. 690 millones). Esta reducción en el portafolio de inversión se dio en un contexto en que el número de partícipes se redujo ligeramente en los últimos doce meses.

Cuadro 2.8 PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS (Millones de S/.)							
Composición de las inversiones	Dic.12	Mar.13	Mar.14	Var.		Estructura	
				Mar.13/Mar.12	Mar.14/Mar.13	Mar.13	Mar.14
Depósitos	9 544	10 410	11 100	3 546	690	58%	70%
Renta fija	7 229	6 513	3 915	365	-2 598	36%	25%
Renta variable	1 017	1 016	755	-218	-261	6%	5%
Total	17 791	17 938	15 770	3 692	-2 168	100%	100%
Número de partícipes (en miles)	316	331	318	63	-13		

Fuente: SMV - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

La amplia liquidez de que disponen los fondos mutuos se refleja en el alto nivel de depósitos que poseen en el sistema financiero (70% del portafolio de inversión). Ello

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

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

38 La valorización de las inversiones en renta fija se ha visto afectada por el alza de las tasas de interés.





constituye un indicador de que los inversionistas institucionales no encuentran en el mercado instrumentos de deuda suficientes, aunque también es una oportunidad para que nuevos emisores coloquen instrumentos de deuda con vencimientos menores a 4 años, el tramo más apetecido por los fondos mutuos, que calza con el horizonte de inversión de corto – mediano plazo de la mayoría de sus partícipes.

Cuadro 2.9	
RENTABILIDAD DE LOS FONDOS MUTUOS*	
(1 año)	
Renta Mixta	%
Renta Mixta Soles	-18,3
Renta Mixta Dólares	-18,2
Renta Variable Soles	-8,3
Renta Variable Dólares	-30,7
Renta Mixta Internacional	-21,2
Obligaciones	
Renta Soles	-0,6
Renta Dólares	-12,0
Corto Plazo Soles	2,6
Corto Plazo Dólares	0,1

*Promedio.
Fuente: SMV.

52. **El portafolio de inversión de las empresas de seguros continuó su tendencia creciente y ascendió a S/. 22 974 millones a marzo de 2014, lo que representa un aumento de S/. 2 648 millones respecto a marzo de 2013.** Este incremento es explicado fundamentalmente por el aumento en las inversiones en activos de más largo plazo.

El patrimonio administrado por las empresas de seguros se destina principalmente a inversiones financieras a plazos mayores de 1 año. A diferencia de los otros inversionistas institucionales, la participación de los recursos líquidos (caja y bancos) en el portafolio se ha mantenido relativamente estable con respecto al valor del patrimonio.

Cuadro 2.10							
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS DE SEGUROS							
(Millones de S/.)							
Composición de las inversiones	Mar.12	Mar.13	Mar.14	Var.		Estructura	
				Mar.13/Mar.12	Mar.14/Mar.13	Mar.13	Mar.14
Caja y bancos	1 244	1 529	1 408	285	-121	8%	6%
Inversiones financieras < 1 año	1 236	1 550	1 327	315	-223	8%	6%
Inversiones financieras > 1 año	10 747	16 605	19 263	5 858	2 657	82%	84%
Inversiones en inmuebles	265	642	976	377	335	3%	4%
Total patrimonio administrado	13 491	20 326	22 974	6 835	2 648	100%	100%

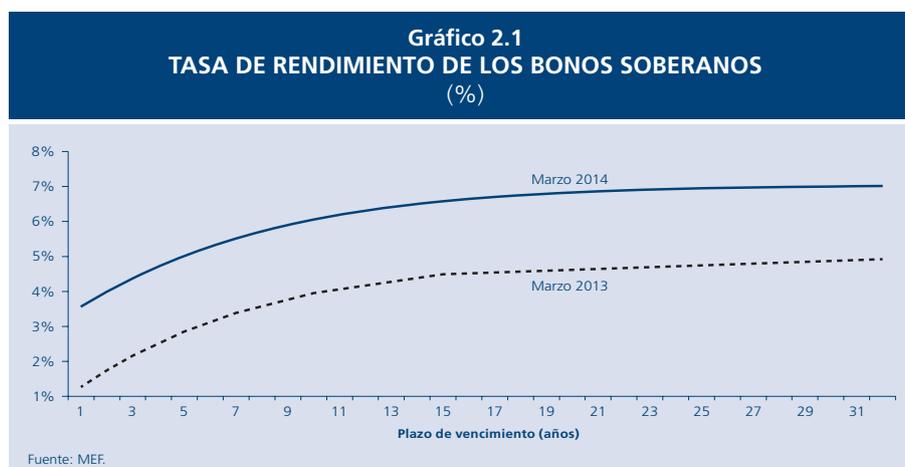
Fuente: SBS - Boletín Estadístico de las Empresas de Seguros - Estados Financieros, Balance General.

Los recursos administrados por las empresas 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.

II.3 Mercados Secundarios

53. **Las tasas de rendimiento de los bonos soberanos se incrementaron entre 1 y 61 puntos básicos a lo largo de toda la curva para el período comprendido entre setiembre de 2013 y marzo de 2014, observándose un aumento en la pendiente de la curva de rendimiento.** Estos incrementos están en línea con los observados en los rendimientos de los bonos del Tesoro Americano y de los bonos de gobierno de economías desarrolladas. Cabe indicar que las tasas de rendimiento del tramo corto se ubican por debajo de la tasa de referencia del Banco Central (4,0%).



Por su parte, el saldo de la deuda pública peruana, como porcentaje del PBI, se ubicó en 19,6% a fines de 2013 y se espera que se ubique en 19,0% a fines de 2014. Este ratio es significativamente inferior al que muestran países desarrollados con mejores calificaciones de riesgo, cuyos ratios deuda / PBI alcanzan niveles por encima de 60% y, en algunos casos, por encima de 100%.

Es importante mencionar que, desde julio de 2013, el Ministerio de Economía y Finanzas viene emitiendo Letras del Tesoro Público (el anterior programa de emisión de estos instrumentos se había realizado hace casi 10 años), con plazos de colocación referenciales de 3, 6, 9 y 12 meses. Hasta marzo de 2014, se han adjudicado más de S/. 600 millones de estos instrumentos, a tasas de rendimiento promedio que fluctúan entre 3,90% y 4,26%.





54. **Pese a la reducción de sus tenencias, los inversionistas no residentes continúan siendo los principales tenedores de bonos soberanos (47% del total), seguidos por las AFP (30% del total).** Entre marzo de 2013 y marzo de 2014, las tenencias de los no residentes se redujeron en S/. 2 724 millones (reducción de 14%), producto del inicio del recorte del estímulo monetario de Estados Unidos y la mayor percepción de riesgo en las economías emergentes; mientras que las tenencias de las AFP y de los bancos aumentaron en S/. 1 445 millones (16%) y S/. 1 664 millones (92%), respectivamente.

Cuadro 2.11
TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS

	Dic.12		Mar.13		Mar.14	
	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.	Mill. de S/.	Estruct.
No Residentes	17 841	56%	19 320	57%	16 596	47%
AFP	9 476	30%	9 267	27%	10 712	30%
Bancos	1 627	5%	1 801	5%	3 465	10%
Seguros	1 355	4%	1 592	5%	2 315	7%
Otros ^{1/}	1 424	4%	1 754	5%	2 525	7%
Total	31 723	100%	33 735	100%	35 613	100%

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

55. **A marzo de 2014, los índices bursátiles de los mercados desarrollados acumulan pérdidas en el año mientras que los de América Latina muestran resultados mixtos.**

Los mercados bursátiles de los países desarrollados (Estados Unidos, Europa y Japón) han registrado resultados negativos al igual que la mayoría de mercados bursátiles de América Latina, debido a una mayor aversión al riesgo a raíz del inicio del retiro del programa de estímulo monetario en Estados Unidos.

En el contexto del retiro de estímulo monetario anunciado por la Reserva Federal de Estados Unidos, se ha registrado una considerable salida de capitales de economías emergentes. En el Perú, los principales inversionistas de la bolsa local, tanto los inversionistas no residentes como las AFP, realizaron una recomposición de cartera a favor de mercados desarrollados, observándose una menor negociación en rueda de bolsa.

Otro factor que también afectó las operaciones en la rueda de bolsa fue la desaceleración económica de China que implicó menores expectativas de crecimiento en las economías emergentes.

Cuadro 2.12
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES

Región	Índice	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Mar.14	Var.%		
						2012	2013	2014 ^{1/}
América								
EE.UU	Dow Jones	12 218	13 104	16 577	16 458	7	26	-1
EE.UU	S&P 500	1 258	1 426	1 848	1 872	13	30	1
Brasil	Bovespa	56 754	60 952	51 507	50 415	7	-15	-2
Chile	IGPA	20 130	21 070	18 228	18 553	5	-13	2
Colombia	IGBC	12 666	14 716	13 071	13 827	16	-11	6
Perú	IGBVL	19 473	20 629	15 754	14 299	6	-24	-9
Perú	ISBVL	27 335	31 001	22 878	20 699	13	-26	-10
Europa								
Alemania	DAX	5 898	7 612	9 552	9 556	29	25	0
Reino Unido	FTSE 100	5 572	5 898	6 749	6 598	6	14	-2
Asia								
Japón	Nikkei 225	8 455	10 395	16 291	14 828	23	57	-9
Corea	Seul Composite	1 826	1 997	2 011	1 986	9	1	-1
China	Shanghai Composite	2 199	2 269	2 116	2 033	3	-7	-4

1/ Al 31 de marzo
Fuente: Bloomberg.

II.4 Políticas para el Desarrollo del Mercado de Capitales

II.4.1 Flexibilización de las inversiones de las AFP

56. La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) transfirió a las AFP el registro de instrumentos de inversión y flexibilizó el proceso de inversiones de los fondos de pensiones (Resolución SBS N° 1293-2014).

Se transfirió a las AFP el proceso de registro de: (i) los instrumentos u operaciones de inversión; (ii) las entidades contrapartes de operaciones con instrumentos derivados; (iii) los intermediarios y contrapartes de negociación; (iv) las instituciones de custodia; (v) las instituciones colocadoras o estructuradoras; entre otros.

Las AFP son responsables de determinar la elegibilidad de los instrumentos u operaciones de inversión. Para ello, las decisiones de inversión de las AFP deberán sustentarse con los siguientes requerimientos:

- a) Acta del Comité de Inversiones, que autorice de manera específica la inversión indicando, como mínimo, el monto de inversión.
- b) Acta del Comité de Riesgos, en la cual se aprueba la inversión en el instrumento u operación de inversión.

Los instrumentos u operaciones de inversión se clasifican en dos grupos:





- a) Instrumentos y operaciones de inversión en las que las AFP pueden invertir directamente, sin autorización previa de la SBS³⁹.
- b) Los instrumentos cuya ejecución se considera compleja requerirán antes de la autorización previa de la SBS⁴⁰.

Por otro lado, se faculta a las AFP previa a contratar derivados (principalmente *forwards*, futuros y *swaps* de monedas y de tasas de interés) sin autorización de la SBS, hasta por un límite máximo.

Cuadro 2.13 LÍMITES DE INVERSIÓN EN INSTRUMENTOS DERIVADOS POR TIPO DE FONDO (% del valor del Fondo)		
Tipo de Fondo	Límite sin autorización SBS	Límite legal *
Fondo 1	2%	10%
Fondo 2	4%	10%
Fondo 3	6%	20%

* Límite máximo de inversión en instrumentos derivados para operaciones de cobertura, establecido en el Artículo 25°-B del TUO de la Ley del SPP.
Fuente: SBS.

Esta Resolución es un avance importante hacia una mayor flexibilización de las inversiones de las AFP. Ello redundará a favor de que las AFP puedan realizar una administración más eficiente de la cartera administrada, lo que podría traducirse en una mejor rentabilidad para los afiliados, en menores costos de operación para las AFP (procesos de autorización menos engorrosos) y en la posibilidad que las AFP diferencien sus estrategias de inversión y compitan vía rentabilidad.

57. **En marzo de 2014, la SBS publicó en su Portal Institucional diversos Proyectos de Resolución que modifican la normativa de inversiones de las AFP.**

- a) Proyecto de Resolución que modifica la normativa de inversiones vinculada a los sublímites aplicables a instrumentos alternativos y los límites de inversión bajo autonomía de las políticas de inversiones de las AFP.

39 Incluyen: i) acciones de empresas locales y extranjeras; ii) obligaciones de corto plazo, activos en efectivo e instrumentos de deuda siempre que no incorporen en su estructura instrumentos derivados explícitos o que su tasa cupón sea fija o variable basada en una tasa de referencia; iii) instrumentos de inversión estructurados, siempre que no incorporen instrumentos derivados y/o fondos alternativos en su estructura; iv) cuotas de participación de fondos mutuos locales y extranjeros; y, v) forwards de monedas con plazos menores a un año.

40 Incluyen: i) obligaciones de corto plazo, activos en efectivo e instrumentos de deuda que incorporen en su estructura instrumentos derivados explícitos o que su tasa cupón no sea fija ni variable basada en una tasa de referencia; ii) instrumentos de inversión estructurados que incorporen instrumentos derivados y/o fondos alternativos en su estructura; iii) cuotas de participación de fondos mutuos que usen instrumentos derivados para fines distintos a los de cobertura; iv) cuotas de participación de fondos de inversión o fondos mutuos alternativos (Real Estate Fund, Hedge Fund, Commodity Fund, Private Equity Fund, Venture Capital Fund, fondos de infraestructura y de leasing operativo); e, v) instrumentos derivados, a excepción de los forwards de monedas con plazos menores a un año.

Las inversiones de las AFP como partícipes de los fondos mutuos o de inversión alternativos se sujetarán a los siguientes sublímites:

Cuadro 2.14 SUBLÍMITES DE INVERSIÓN POR TIPOS DE INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS (% del valor del Fondo)		
Tipo de instrumento alternativo	Fondo Tipo 2	Fondo Tipo 3
Fondos de infraestructura	12%	15%
Fondos de <i>private equity</i> , <i>venture capital</i> y <i>leasing</i> operativo	10%	12%
Fondos de <i>real estate</i>	6%	8%
<i>Hedge funds</i>	2%	4%
Fondos de <i>commodities</i>	2%	4%

Fuente: SBS.

Adicionalmente, se establece que las AFP podrán invertir en instrumentos de inversión que aún no hayan sido declarados elegibles, hasta por un monto máximo equivalente al 0,75% del valor de cada tipo de Fondo, excepto para el Fondo Tipo 0. Estas inversiones deberán corresponder a los mismos tipos de instrumentos de inversión definidos en la normativa vigente, sin considerar los instrumentos derivados.

- b) Proyecto de Resolución que modifica la normativa vinculada a la gestión de riesgos de inversión.

Se busca fortalecer las responsabilidades que deben cumplir los órganos responsables de la gestión de los riesgos de inversión, tales como el Directorio, el Comité de Riesgos de Inversión y la Unidad de Riesgos de Inversión. Es positivo que se incorpore nuevas responsabilidades de estos órganos responsables de la gestión de los riesgos de inversión de las AFP.

- c) Proyecto de Resolución que modifica la normativa de inversiones vinculada a la inversión directa de los fondos de pensiones en instrumentos derivados⁴¹.

Entre las principales modificaciones, se incluye explícitamente las definiciones de las operaciones de cobertura y de gestión eficiente de portafolio, así como los tipos de operaciones permisibles en cada caso. Asimismo, se establecen límites en el uso de derivados para la gestión eficiente y se permite la posibilidad de usar colaterales en dichas operaciones así como de invertir el efectivo recibido como colateral. Además, el Proyecto elimina al ratio de

41 Conjuntamente se publicó un Proyecto de Circular que establece la metodología para el cálculo de los límites de inversión aplicados a los instrumentos derivados, considerando el concepto de posición equivalente. Cabe indicar que el cálculo de la posición equivalente varía de acuerdo al tipo de instrumento derivado (forwards, futuros, opciones y swaps, entre otros).





eficacia de cobertura⁴² como criterio para determinar la elegibilidad de los instrumentos derivados para cobertura.

Estas prepublicaciones de la SBS norman la Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones y buscan flexibilizar y hacer más eficientes las inversiones de las AFP. En particular, los proyectos relacionados a inversiones en instrumentos derivados son un avance importante hacia una mayor flexibilización en la capacidad de las AFP para incrementar la eficiencia de los fondos de pensiones utilizando estos instrumentos. Ello redundará a favor de los partícipes, que serán beneficiados con una gestión de portafolio más eficiente y la aplicación oportuna de estrategias de cobertura.

58. **En el último semestre, se ha observado una recuperación en el ritmo de afiliaciones de trabajadores dependientes, luego de la primera licitación de afiliados, gracias a la automatización de procesos y la simplificación de los trámites de afiliación en el Sistema Privado de Pensiones (SPP).**

42 De acuerdo al artículo 53M° del Título VI del Compendio de Normas del SPP, se entenderá que una cobertura es eficaz, cuando la ganancia o pérdida del instrumento derivado a valor de mercado compense a la ganancia o pérdida de la posición cubierta a valor de mercado con una razón de cobertura que oscile en un rango de entre 80% y 125%.

Recuadro 3
SEGUIMIENTO DE LA REFORMA DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

Afiliación de nuevos trabajadores dependientes tras la licitación de afiliados

El ritmo de nuevas afiliaciones de trabajadores dependientes al SPP se redujo luego de la implementación de las licitaciones de afiliados en el SPP, pasando de un promedio mensual de aproximadamente 26 500 personas en el período enero 2011 – mayo 2013 a un promedio mensual de 14 019 personas en el período junio 2013 – marzo 2014. Sin embargo, se debe destacar que el ritmo de afiliación de trabajadores dependientes se ha venido recuperando a partir del cuarto trimestre de 2013 y que el dato de afiliación del último mes disponible (23 023 personas en marzo de 2014) es más cercano al promedio de afiliaciones registrado en el periodo previo al inicio de las licitaciones de afiliados.



Cabe recordar que la Administradora Privada de Fondos de Pensiones que se adjudicó la primera licitación de afiliados realizada en diciembre de 2012 (AFP Hábitat) captará, hasta enero de 2015, a todos los nuevos trabajadores que elijan incorporarse al SPP⁴³. Una consecuencia del proceso de licitación, que podría haber afectado el ritmo de afiliaciones en un primer momento, es que ahora solo una AFP es la encargada de realizar el esfuerzo de difusión para convencer a los nuevos trabajadores de las ventajas de incorporarse al SPP.

La recuperación en el ritmo de afiliaciones en el SPP observada en los últimos meses obedecería, en parte, a la automatización de procesos y la simplificación de los trámites de afiliación en el SPP. En ese sentido, es importante que los organismos reguladores continúen brindando las condiciones que permitan homologar las facilidades en los procesos de afiliación a cualquiera de los sistemas previsionales (público y privado), de manera que no se generen incentivos administrativos que beneficien a un sistema en perjuicio del otro.

Asimismo, es importante que la AFP ganadora de la licitación garantice una adecuada cobertura nacional de orientación al público, con presencia en las principales ciudades del país. Para ello, sería conveniente que evalúe medidas como, por ejemplo, contar con un número adecuado de

43 Previamente, en setiembre de 2012, se llevó a cabo un proceso de asignación de afiliados entre las cuatro AFP que operaban en ese momento. La AFP que ofreció la menor comisión (AFP Prima) obtuvo el derecho de afiliar a los nuevos trabajadores, hasta que se hizo efectiva la entrada en vigencia de la primera licitación.





promotores comerciales que permita promover y dar a conocer los beneficios de optar por el SPP a los nuevos trabajadores; asimismo, aprovechar el convenio celebrado con el Banco de la Nación para el uso de sus agencias a nivel nacional. Ello podría ser particularmente útil cuando vuelva a ser obligatoria la incorporación de los trabajadores independientes al SPP.

Cabe reiterar la importancia de que se continúe recuperando el ritmo de afiliaciones al SPP para que los nuevos procesos de licitación de afiliados no pierdan efectividad como mecanismo dinamizador de la competencia. Adicionalmente, ello permitiría mantener el atractivo para el ingreso de nuevas AFP en el mercado previsional, a través de las futuras licitaciones.

Afiliación de trabajadores independientes al SPP

La Ley de Reforma del SPP y su Reglamento estableció la incorporación obligatoria de los trabajadores independientes⁴⁴ menores de 40 años a un sistema pensionario, mientras que para los trabajadores mayores de 40 años esta afiliación será opcional.

Si bien la Resolución SBS N° 4476-2013 dispuso que los trabajadores que se incorporasen al SPP en calidad de independientes, a partir del 1 de agosto de 2013, se debían afiliarse a la AFP adjudicataria de la primera licitación de afiliados, en setiembre de 2013 el Congreso publicó la Ley N° 30082 que señaló que la aplicación de los aportes será opcional hasta el 31 de julio de 2014. Esa ley dispuso, además, las tasas de aporte obligatorio de los trabajadores independientes afiliados al SPP aplicables a partir de agosto de 2014⁴⁵.

Periodo	Tasa de aporte al SPP
Desde agosto de 2014 hasta julio de 2015	2,5%
Desde agosto de 2015 hasta julio de 2016	5%
Desde agosto 2016 hasta julio de 2017	7,5%
A partir de agosto de 2017	10%

Fuente: Congreso de la República.

Cabe resaltar la conveniencia que los trabajadores independientes se afilien y empiecen a cotizar regularmente en un sistema previsional con miras a formar su propio fondo de jubilación. De este modo, se superaría el problema de la “miopía previsional”, es decir, el comportamiento derivado de privilegiar el consumo presente, sin constituir ahorros para cuando la persona se retire de la fuerza laboral (jubilación).

Así, ante la inexistencia de la obligatoriedad de destinar un parte del ingreso a constituir fondos previsionales, la “miopía previsional” llevaría a que las personas se conviertan en una potencial carga para el Estado cuando ya no puedan seguir trabajando.

Otro beneficio para los trabajadores independientes de aportar al SPP es que acceden a un seguro previsional, el cual otorga cobertura al afiliado y sus beneficiarios por los riesgos de invalidez y

44 El Reglamento define como trabajador independiente a aquel que percibe ingresos que son considerados rentas de cuarta categoría y/o cuarta-quinta categoría, quedando excluidos aquellos trabajadores que presten servicios y que generen rentas de trabajo de manera dependiente e independiente en un mismo periodo.

45 En caso de que los ingresos totales mensuales de los trabajadores independientes sean menores que una Remuneración Mínima Vital (RMV), no habrá obligación de realizar aportes previsionales.

sobrevivencia. Al ser este seguro licitado para un conjunto de afiliados, el costo del mismo (pago de la prima del seguro) es sustancialmente menor que si el trabajador independiente lo contratara por su cuenta o individualmente.

Fondo Especial de Protección

La Ley de Reforma del SPP creó el Fondo de Pensiones Tipo 0 ó de "Protección de Capital", orientado a mantener el valor del patrimonio de los afiliados con muy baja volatilidad. Este tipo de fondo será de carácter obligatorio para los afiliados al cumplir los 65 años, salvo que expresen por escrito su voluntad de asignar su fondo al Tipo 1 o Tipo 2.⁴⁶

En marzo de 2014, la SBS publicó en su Portal Institucional un Proyecto de Resolución que regula el proceso de registro del nuevo Fondo Tipo 0 y las condiciones que generan la obligación por parte de las AFP de trasladar los recursos de las Cuentas Individuales de Capitalización de los afiliados al Fondo Tipo 0 ó 1. Al respecto, sería recomendable que la SBS establezca los límites de inversión por emisor aplicables al Fondo Tipo 0 (no especificados en la prepublicación) para minimizar la exposición de dicho Fondo a un potencial riesgo de concentración en pocos emisores.

II.4.2 Propuestas para desarrollar el mercado de capitales

59. **La aprobación, en el último año, de un conjunto de normas (Ley de Promoción del Mercado de Valores, Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, modificaciones al Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, entre otras)⁴⁷ contribuirá al desarrollo del mercado de capitales, en particular, del mercado de deuda local (mayores emisiones e ingreso de nuevos emisores).**

Sin embargo, es importante tener en cuenta que dicho desarrollo requerirá de la implementación de medidas adicionales.

Flexibilización de la normativa del Mercado Alternativo de Valores (MAV)

60. **Es recomendable que se amplíe el alcance del MAV para la emisión de instrumentos de deuda de mediano y largo plazo así como de acciones por las empresas medianas y grandes que no emiten en el mercado de valores⁴⁸.**

46 Asimismo, el carácter obligatorio del Fondo de Pensiones Tipo 1 se acota al rango entre los 60 y 65 años, salvo que el afiliado exprese por escrito su voluntad de asignar su fondo al Tipo 0 ó Tipo 2. Cuando el afiliado opte por una pensión de jubilación bajo la modalidad de retiro programado o se encuentre en el tramo de una renta temporal, su fondo será asignado al Fondo Tipo 0, Tipo 1 o Tipo 2, según la elección que realice.

47 Ver Reporte de Estabilidad Financiera de noviembre de 2013, páginas 69-72.

48 Actualmente, el MAV solo es aplicable para las emisiones de instrumentos de corto plazo.





La emisión de instrumentos de deuda de mediano y largo plazo es de especial relevancia debido a que, por lo general, las empresas medianas tienen dificultades para obtener financiamiento del sistema financiero a estos plazos.

Las empresas medianas suelen registrar una mayor volatilidad en sus flujos de caja que las empresas de mayor tamaño, por lo que es esperable que solo puedan captar montos bajos a través de emisiones de instrumentos de corto plazo en el MAV. Ello afecta directamente su costo de financiamiento debido a la necesidad de efectuar, de manera recurrente, más emisiones pequeñas de corto plazo con los consiguientes costos fijos de emisión asociados.

La posibilidad de emitir instrumentos de mediano y largo plazo en el MAV otorgaría mayores oportunidades para que dichas empresas puedan realizar emisiones por montos mayores, lo que reduciría los costos fijos de emisiones más frecuentes.

Además, dada la naturaleza del deudor, un mayor plazo para repagar sus deudas permite que la empresa crezca y se consolide como negocio a lo largo del tiempo, lo que mejora su capacidad de pago y hace más atractivas sus emisiones, en términos de riesgo, para los inversionistas.

Cabe indicar que, en la actualidad, la demanda por los instrumentos de corto plazo emitidos en el MAV está restringida por su reducido volumen de emisión, lo que impide que algunos inversionistas institucionales adquieran estos instrumentos.

Esta restricción está asociada principalmente a los costos de supervisión sobre las inversiones que realizan los inversionistas institucionales, lo que limita su capacidad para invertir en valores donde tengan una posición muy pequeña respecto al portafolio que administran.

Reducción del capital mínimo requerido a las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI)

61. **Una reducción del capital mínimo exigido para la constitución de una SAFI puede fomentar que los gestores de fondos de inversión que actualmente se desempeñan fuera del ámbito regulatorio de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) puedan incorporarse al mercado de fondos de inversión como SAFI, otorgándole a sus inversionistas una mayor seguridad respecto a la supervisión de las actividades del administrador de sus inversiones.**

La inclusión como SAFI de los gestores de fondos de inversión que actualmente no son regulados por la SMV promoverá un mayor nivel de transparencia respecto a todos los aspectos relacionados a la gestión del administrador de fondos de inversión, así como al origen de los fondos de los partícipes.

Recuadro 4 LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL PERÚ

La industria de fondos de inversión en el Perú es relativamente nueva, ha tenido gran dinamismo en los últimos años y sus perspectivas de expansión en el futuro son interesantes. Recientemente, se ha observado el desarrollo de fondos de inversión especializados, tales como los de capital privado (“Private Equity”)⁴⁹, de renta fija y de infraestructura. En ese sentido, es importante comprender adecuadamente el desarrollo de esta industria.

Los fondos de inversión son patrimonios autónomos, gestionados por un administrador. El capital es aportado por los partícipes del fondo de inversión, a través de certificados o cuotas de participación, por lo cual dicho capital está expuesto a la rentabilidad o pérdida del fondo. El administrador del fondo invierte dicho patrimonio en diversos activos para retribuir una rentabilidad a los inversionistas, de acuerdo a un modelo de negocios estipulado en el Reglamento de Participación del fondo de inversión. El administrador percibe una comisión de administración en función al tamaño y rentabilidad del patrimonio.

En el Perú, los fondos de inversión son administrados por las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs), empresas supervisadas por la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) de acuerdo a la Ley y el Reglamento de SAFIs. Dichas sociedades pueden constituir y administrar fondos cuyas cuotas de participación se coloquen de manera pública y privada. También existen sociedades no supervisadas por la SMV que administran fondos de inversión, cuyas cuotas se colocan únicamente de manera privada y su Reglamento debe señalar explícitamente que la SMV no supervisa las actividades del fondo o de su administrador.

La naturaleza de la constitución de un fondo de inversión es diferente a la de una sociedad anónima. En principio, su constitución está determinada por su propio Reglamento de Participación y no se asocia a su registro, como en el caso de las sociedades anónimas o de los fideicomisos que se inscriben en los Registros Públicos. De esta manera, el fondo de inversión no tiene personería jurídica pero sí es reconocido en términos tributarios, debiendo para estos efectos llevar una adecuada contabilidad.



49 Los fondos de capital privado se dedican a la adquisición de participaciones accionarias de empresas cuyas acciones no se negocian a través de algún mecanismo centralizado. Al respecto, la literatura distingue cinco sub-tipos de fondos de capital privado, según el monto requerido de inversión y el nivel de desarrollo de la empresa receptora: capital semilla, inversionista ángel, capital de riesgo, capital de desarrollo y fondos “buyout” (compra de empresas maduras).





En los últimos años, se ha observado una creciente importancia de los fondos de inversión de capital privado y de renta fija. Así, estos tipos de fondos han alcanzado una participación aproximada del 50% del total de fondos administrados por las SAFIs en el Perú⁵⁰.

Sin embargo, en el caso de los fondos de inversión de capital privado, es destacable el crecimiento de aquellos que no operan bajo la administración de una SAFI. Por ejemplo, en 2013, el fondo de inversión de capital privado del Grupo Interbank, enfocado principalmente al sector *retail* en el Perú, captó recursos de inversionistas por US\$ 600 millones y, previamente, venía administrando un patrimonio de US\$ 300 millones.

Los fondos que no operan bajo la administración de una SAFI se constituyen, por lo general, en el extranjero como sociedades de responsabilidad limitada ("*Limited Partnership*") y usualmente requieren que el administrador invierta capital propio por aproximadamente 1% del patrimonio. La motivación detrás de este tipo de estructura de administración obedece a que los principales fondos de inversión extranjeros operan bajo esta modalidad y a que el marco regulatorio de las SAFIs implica que tanto las estrategias de inversión como la gestión del administrador del fondo deben ser divulgados a la entidad reguladora, cuando su colocación se realice de manera pública. Asimismo, en el caso de los fondos privados administrados por una SAFI, esta última tendrá que informar a la SMV el monto de su patrimonio y el de los fondos que administre.

Uno de los aspectos positivos de los fondos de inversión es que contribuyen a la profundización financiera ya que, en algunos casos, proveen recursos a empresas que, por su tamaño o sector económico, se consideran más riesgosas, por lo que no tienen acceso al mercado de capitales o cuentan con acceso limitado al sistema financiero. Otro aspecto favorable es que los inversionistas en un fondo de inversión pueden aprovechar retornos que suelen estar por encima de lo que se generaría en inversiones tradicionales; ello es particularmente evidente en las inversiones poco líquidas, como sucede con los fondos de inversión de capital privado. Finalmente, los fondos de inversión facilitan la diversificación del riesgo del portafolio de los inversionistas, particularmente de los institucionales.

En ese sentido, es recomendable promover una mayor flexibilización en la administración de la cartera de los inversionistas institucionales para fomentar el desarrollo de los fondos de inversión, siempre y cuando ello venga acompañado de una mayor transparencia sobre los lineamientos de inversión de dichos fondos. Actualmente, la participación de las AFP en los fondos de inversión es reducida, aunque hay algunos fondos enfocados principalmente a infraestructura y *leasing* operativo, tales como Faro Capital SAFI y Sigma SAFI, cuyos principales partícipes son las AFP.

Recientemente, la SBS publicó un Proyecto de Resolución que faculta a las AFP para que inviertan en instrumentos que todavía no han sido declarados elegibles, hasta por un máximo de 0,75% del valor de cada tipo de fondo. Esta medida otorgará una mayor flexibilidad en el manejo del portafolio de inversiones de las AFP e incentivará que éstas puedan invertir en nuevos instrumentos que mejoren la rentabilidad de los portafolios de sus afiliados, tales como los fondos de inversión.

Por otro lado, una de las principales dificultades a las que actualmente se enfrentan muchos administradores de fondos de inversión se asocia a la complejidad tributaria. En particular, no existe homogeneidad en las tasas impositivas aplicables por tipo de activo en el que se invierte (*Asset Class*) y por tipo de partícipe⁵¹. Asimismo, la incertidumbre respecto a potenciales cambios en la legislación tributaria a lo largo de la vida del fondo puede afectar la rentabilidad obtenida por los partícipes.

50 El 50% restante de los fondos de inversión que actualmente operan en el Perú incluyen los fondos inmobiliarios así como los de energía, infraestructura, arrendamiento financiero, renta mixta y de capital de trabajo.

51 Por ejemplo, las personas jurídicas no domiciliadas que invierten en fondos de inversión especializados en instrumentos de renta variable deben pagar 5% sobre la ganancia de capital cuando estos instrumentos están inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, mientras que si dichos instrumentos no están inscritos, deberán pagar 30%.

62. Continúan pendientes las medidas propuestas en el REF anterior como son la exoneración del IGV a la titulización de créditos hipotecarios y el fortalecimiento de los mecanismos de cumplimiento efectivo (“enforcement”) en el mercado de capitales.

Medidas para incrementar la liquidez de la Bolsa de Valores de Lima (BVL)

63. El monto promedio de negociación de las operaciones de renta variable al contado en la BVL ha descendido significativamente en 2013, muy por debajo del máximo alcanzado en 2007.



Por ello, se debe considerar las siguientes medidas para incrementar la liquidez de la BVL:

- a) Promover el ingreso de empresas que generen valor económico agregado⁵² a sus accionistas en el largo plazo y que sean más representativas de los diversos sectores económicos.
- b) Promover la cotización de nuevas empresas a través de Ofertas Públicas Iniciales (OPI) de acciones. Asimismo, buscar mayor equilibrio entre los fondos recaudados por las empresas a través de las OPI y un precio de salida a bolsa que sea atractivo para los inversionistas.
- c) Incentivar el ingreso de formadores de mercado o “market makers” para que incrementen la negociación de las principales acciones de la BVL.

52 El Valor Económico Agregado (“EVA”, por sus siglas en inglés) se define como el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluidos el costo de oportunidad del capital y los impuestos. Dicho de otro modo, el EVA es el resultado obtenido una vez que se han cubierto todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. La fórmula para su cálculo es: EVA = Utilidad operativa luego de impuestos – (Capital x Costo del capital).





Recuadro 5 IMPULSANDO LA ENTRADA DE NUEVOS EMISORES EN EL MERCADO DE CAPITALES

La inclusión de nuevos emisores es un objetivo importante para el desarrollo del mercado de valores, el cual es una fuente de financiamiento alternativa que permite que las empresas diversifiquen su riesgo de concentración de fondeo, así como reduzcan sus costos financieros.

Durante los últimos dos años, la SMV ha realizado una serie de modificaciones en el marco normativo del mercado de valores que han buscado, en general, flexibilizar las condiciones de entrada a las empresas grandes y medianas. Entre las principales medidas que se han adoptado en la normativa peruana destacan el lanzamiento del Mercado Alternativo de Valores (MAV), que viabiliza la inclusión de empresas medianas; y, el desarrollo de una normativa para inversionistas institucionales, que flexibiliza los requerimientos para nuevos emisores frente a estos inversores. Sin embargo, para continuar desarrollando el mercado de valores, es importante que se analicen las políticas exitosas que se han implementado en otros países.

En **Chile** se bajaron impuestos a los inversionistas no residentes sobre los intereses percibidos por instrumentos de deuda de emisores locales, con la finalidad de impulsar la demanda por dichos instrumentos y generar incentivos para que las empresas emitan en el mercado local. Por otro lado, La Corporación de Fomento a la Producción (CORFO)⁵³ puede operar como un mejorador crediticio para empresas pequeñas y medianas, al garantizar parcialmente sus emisiones de bonos titulizados.

México introdujo los Certificados Bursátiles (CB), que son instrumentos de deuda que pueden ser emitidos por empresas privadas, compañías públicas y gobiernos locales. Sus cupones pueden negociarse separadamente y su emisión no requiere un proceso de estructuración, lo que reduce los costos asociados. Asimismo, las características de la emisión pueden ser determinadas libremente por el emisor y el intermediario colocador, lo que le otorga un nivel de flexibilidad importante para los emisores. Con relación a los requerimientos de información, exoneraron a los emisores de valores con vencimiento menor o igual a un año de presentar su proyecto de prospecto de colocación sobre la situación financiera, administrativa y legal, reduciendo así los costos asociados a la gestión de dichos documentos.

En **España** se desarrolló el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que es un sistema multilateral de negociación operado y promovido por las Bolsas y Mercados Españoles (BME). Este mercado se encuentra en operación desde 2009 y está orientado a atraer inversionistas institucionales. Si bien los requisitos de acceso son más flexibles, para participar en el MAB se exige algunos requisitos no contemplados en los mercados regulados a fin de brindar mayor confianza al inversionista (por ejemplo, la exigencia de contar con entidades que acompañen a la empresa durante parte o la totalidad de su vida como entidad cotizada, como asesores o proveedores de liquidez). Asimismo, para aquellas empresas consolidadas que en lugar de capital busquen emitir deuda está el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), el cual busca canalizar recursos financieros a un gran número de empresas solventes que pueden encontrar en este mercado una vía para obtener financiación mediante la emisión de títulos de deuda.

53 CORFO es un organismo público ejecutor de las políticas gubernamentales en el ámbito del emprendimiento y la innovación.

Adicionalmente en España, se introdujo un esquema de incentivos fiscales de alcance nacional a la inversión directa de terceros, enmarcado en el conjunto de medidas de fomento a la actividad empresarial en el mercado de capitales. El beneficio fiscal consiste en la exención de las ganancias patrimoniales en el Impuesto a la Renta de las Personas Físicas (IRPF) por inversión en acciones emitidas por empresas no cotizadas en mercados regulados.

Singapur destaca como un claro ejemplo de desarrollo de los mercados de capitales en Asia. A partir de la reforma de la Ley de Mercado de Valores (LMV) en 1998, el Mercado de Valores de Singapur se convirtió en uno de los mercados más profundos y líquidos de la región Asia-Pacífico. La reforma estuvo dirigida a profundizar el mercado de bonos del gobierno y de derivados, incrementando los instrumentos existentes en el mercado e internacionalizando el Dólar de Singapur. Asimismo, se otorgaron incentivos tributarios para reducir los costos de emisión e incrementar la participación de inversionistas institucionales no residentes.

En resumen, de manera similar al MAV en el Perú, varios países han desarrollado mecanismos para la emisión de valores de empresas grandes y medianas, en la búsqueda de incrementar la entrada de nuevos emisores. Asimismo, al igual que el Perú, otros países han buscado flexibilizar las restricciones en relación a la elegibilidad de los instrumentos y los requerimientos de información exigibles para los inversionistas institucionales. Sin embargo, como se ha mostrado en este documento, existen otras medidas alternativas que han sido exitosas en el exterior, por lo que es importante tomarlas en consideración y evaluar su aplicabilidad al mercado de valores peruano para continuar desarrollándolo sostenidamente.





III. MERCADO DE DINERO Y CAMBIARIO

64. **El tipo de cambio de varios de los países emergentes registró presiones a la baja entre octubre de 2013 y enero de 2014 ante el inicio del retiro del estímulo monetario de la FED.** En ese contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario a fin de reducir la volatilidad del tipo de cambio. Las cuentas corrientes en moneda nacional de la banca en el BCRP disminuyeron por la venta de dólares del BCRP y la colocación de CDR BCRP⁵⁴. La mayor demanda por créditos en moneda nacional y la menor liquidez de la banca presionó la tasa interbancaria al alza. El BCRP alivió la escasez de liquidez, realizando operaciones de reporte y no renovando vencimientos de CD BCRP.

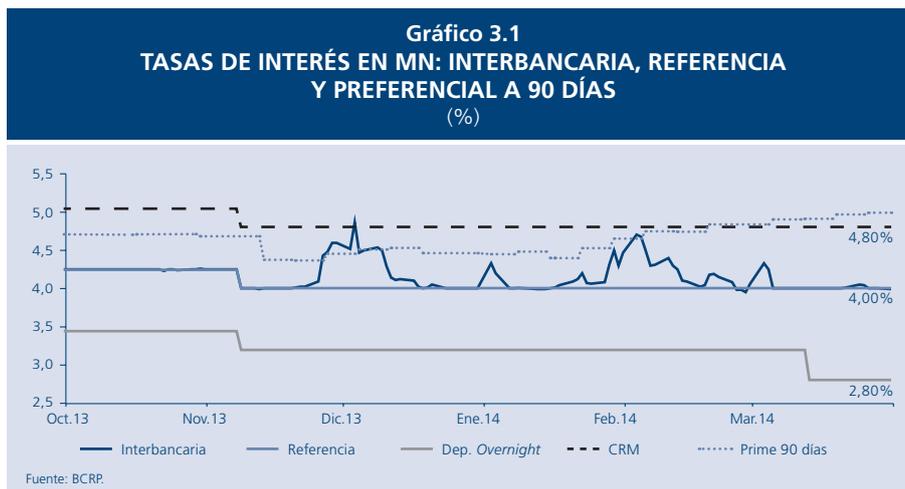
III.1 Mercado de Dinero

65. **La mayor demanda de liquidez en moneda nacional se manifestó en una subida temporal de la tasa interbancaria.** En promedio, la tasa de interés interbancaria fue mayor que la tasa de referencia en 11 puntos básicos, comparado con los 4 puntos básicos observados en el semestre previo. La mayor presión sobre la tasa interbancaria se registró los días anteriores y posteriores al cierre de los meses de noviembre de 2013 y enero de 2014, debido a la mayor intervención del BCRP en el mercado cambiario.

Esta situación se vio acentuada con el inicio del período de adecuación al cumplimiento del Ratio de Cobertura de Liquidez en Moneda Nacional⁵⁵, que generó una mayor demanda por depósitos *overnight* en el BCRP y una reducción de la liquidez del mercado interbancario. Todo ello se vio reflejado en el incremento del *spread* de la tasa activa *prime* a noventa días sobre la tasa de referencia, de 46 a 99 puntos básicos entre fines de setiembre de 2013 y el cierre de marzo de 2014.

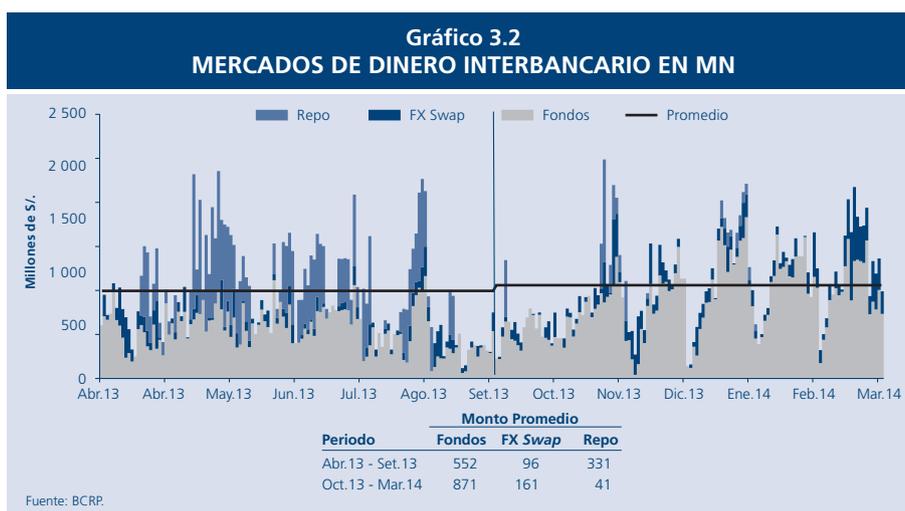
54 Los Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) son valores emitidos por el BCRP que están indexados al tipo de cambio.

55 La Resolución SBS N° 9075-2012, Reglamento para la Gestión del Riesgo de Liquidez, establece un requerimiento mínimo del Ratio de Cobertura de Liquidez en moneda nacional de 80% para 2014, 90% para 2015 y 100% para 2016 en adelante.



Por su parte, la liquidez del sistema bancario en moneda extranjera continuó holgada. La tasa activa *prime* en dólares a noventa días se redujo 83 puntos básicos desde fines de setiembre de 2013, ubicándose al cierre de marzo en 0,63%. Las mayores reducciones se observaron durante noviembre de 2013 y enero de 2014, meses de mayor intervención del BCRP en el mercado cambiario.

66. **La negociación en el mercado interbancario de dinero aumentó como consecuencia de la demanda por liquidez.** Los montos negociados en los mercados de fondos interbancarios, FX Swaps y Repos con CD BCRP pasaron de S/. 552 millones, S/. 96 millones y S/. 331 millones en el semestre previo a S/. 868 millones, S/. 174 millones y S/. 41 millones, respectivamente.



67. **A fin de proveer liquidez en moneda nacional, el BCRP realizó operaciones de reporte** a los plazos *overnight* y una semana, por un monto promedio de S/. 1 690 millones entre el 29 de octubre de 2013 y el 26 de marzo de 2014.





Las tasas pagadas por los bancos se ubicaron hasta 150 puntos básicos por encima de la tasa de referencia, reflejando la escasez de liquidez en moneda nacional. En el semestre, el BCRP realizó operaciones de retiro e inyección de fondos en el 93% de los días útiles (mayor al 90% en el semestre anterior).

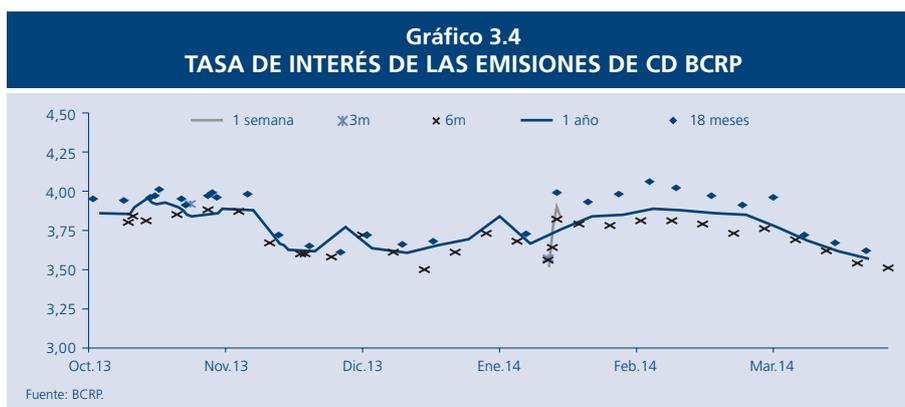
68. **El Banco Central emitió CD BCRP a plazos entre 1 semana y 18 meses, a un menor ritmo que el semestre anterior.** Así, se colocaron S/. 1 500 millones de certificados entre 1 semana y 3 meses, S/. 1 990 millones a 6 meses y S/. 5 300 millones entre 1 año y 18 meses. El BCRP incrementó el monto de las subastas de CD BCRP los días en que la banca registró mayores excedentes de liquidez. Las entidades financieras mostraron preferencia por los CD BCRP a 6 meses y 1 año, con ratios promedio de colocación (*bid to cover*) de 5,3 veces en ambos casos.
69. **El saldo de CD BCRP disminuyó en S/. 6 300 millones por la venta de dólares del BCRP y la emisión de CDR BCRP.** Las entidades que redujeron sus tenencias de CD BCRP fueron los bancos y las AFP; éstas últimas, además, incrementaron sus tenencias de Bonos del Tesoro Público.

Cuadro 3.1
MOVIMIENTO EN TENENCIAS DE CD BCRP
(Millones de S/.)

Grupo	Al 31/03/13	Cambios en tenencias				Cambio %	Al 31/03/14
		Primario	Secundario	Vencimientos	Total		
Bancos	10 925	6 733	-1 580	-7 839	-2 686	-25%	8 239
Fondos mutuos	1 766	20	173	-1 300	-1 107	-63%	659
AFP	3 134	325	580	-3 171	-2 266	-72%	868
Financieras	166	360	747	-713	394	237%	560
Seguros	51	3	-24	-15	-36	-71%	15
Públicas	4 767	1 157	1 267	-3 110	-686	-14%	4 081
CMAC	85	131	-4	-53	74	87%	159
CRAC	19	61	0	-48	13	68%	32
Total	20 913	8 790	1 159	-16 249	-6 300	-30%	14 613

Fuente: BCRP.

70. **Los rendimientos de los CD BCRP registraron una tendencia a la baja ante el recorte de 25 puntos básicos de la tasa de referencia y la reducción en el saldo vigente de CD BCRP por las menores emisiones realizadas.** Los rendimientos de los CD BCRP al plazo de 6 meses y 1 año disminuyeron en 42 y 40 puntos básicos, respectivamente.



III.2 Mercado Cambiario

71. **El Nuevo Sol se depreció 0,8 por ciento entre octubre de 2013 y marzo de 2014, por la demanda por dólares de no residentes y las AFP.** El tipo de cambio interbancario venta del 31 de marzo de 2014 fue S/. 2,809 por dólar, superior al S/. 2,786 del 30 de setiembre de 2013. El BCRP realizó ventas netas en el mercado spot interbancario por US\$ 3 360 millones, a un tipo de cambio promedio de S/. 2,812 por dólar. También realizó emisiones netas de CDR BCRP por US\$ 565 millones.



72. **En el mercado spot se registró una demanda neta por US\$ 4 360 millones, excluyendo las operaciones de arbitraje.** Los principales compradores de dólares fueron los no residentes (US\$ 2 073 millones), empresas del sector comercio (US\$ 2 081 millones) y refinерías (US\$ 1 574 millones). Los principales vendedores





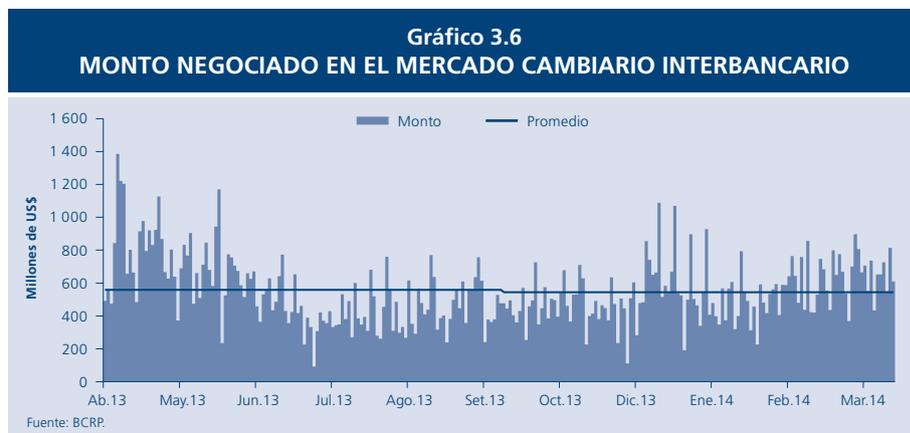
fueron las empresas de los sectores minería (US\$ 3 796 millones), hidrocarburos (US\$ 1 410 millones) y clientes minoristas (US\$ 1 015 millones).

Cuadro 3.2 USOS Y FUENTES DEL MERCADO CAMBIARIO ^{1/} (Millones de US\$)						
Oferta Neta	Abr.13 a Set.13			Oct.13 a Mar.14		
	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total
1. AFP	-1 385	-1 955	-3 339	-5 091	3 384	-1 708
2. No Residentes	220	2 003	2 222	-2 073	-811	-2 884
3. Fondos Mutuos Locales	-215	215	0	-2 145	2 145	0
4. Banco de la Nación y financieras	-306	-38	-344	-534	0	-534
5. Otros	-2 405	1 136	-1 269	-5 619	6 043	424
Total	-4 092	1 361	-2 731	-15 462	10 760	-4 702
a. Aumento Posic. Cambio Banca			-557			786
b. Intervención neta del BCRP			3 287			3 936
i. Compras/Ventas netas del BCRP			2 475			3 370
ii. Variación de CDLD			0			0
iii. Variación de CDR			812			565
TC promedio de compras			2,5820			
TC promedio de ventas			2,8049			2,8123
TC cierre de mercado			2,7860			2,8090

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

En el mercado de derivados (que incluye operaciones *forward* y, en menor medida, *swaps* y opciones) se registró una demanda neta por US\$ 342 millones, excluyendo las operaciones de arbitraje. La demanda provino principalmente de las AFP (US\$ 1 183 millones) y los no residentes (US\$ 811 millones), mientras que la oferta provino principalmente de empresas del sector servicios (US\$ 588 millones) y las Sociedades Agentes de Bolsa (US\$ 442 millones).

73. **El promedio diario negociado en el mercado cambiario interbancario spot fue de US\$ 538 millones, menor a los US\$ 560 millones negociados en el semestre previo.** El 80% de la negociación se realizó en la plataforma de negociación DATATEC, por encima del 73% reportado el semestre anterior.



74. **El monto transado de derivados aumentó, principalmente por operaciones *forward*, debido al incremento de operaciones de arbitraje de inversionistas institucionales y corporativos locales.** De otro lado, se registró un incremento en la negociación de *FX Swaps*, por las necesidades de liquidez en moneda nacional de la banca local.

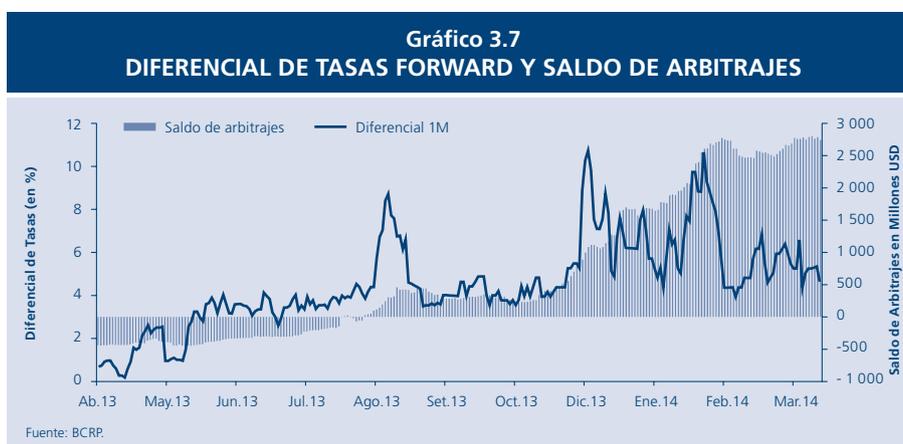
Cuadro 3.3
OPERACIONES DE DERIVADOS FINANCIEROS DEL NUEVO SOL DE LA BANCA ^{1/}
(Montos nominales en millones de US\$)

Instrumento	Abr.13 - Set.13					Oct.13 - Mar.14				
	Negociación		Saldo			Negociación		Saldo		
	Total	Prom. ^{2/}	Largo	Corto	Neto	Total	Prom.	Largo	Corto	Neto
<i>Forward</i>	49 978	390	8 585	8 204	381	69 198	549	9 578	9 675	-98
<i>Gross Currency Swap</i>	1 171	9	1 703	2 017	-314	1 160	9	2 116	2 346	-230
<i>FX Swap</i> ^{3/}	4 515	35	209	195	14	8 539	68	-86	-91	5
Opciones ^{4/}	626	6	258	291	-33	1 486	12	587	319	268
OIS ^{5/}	-	-	-	15	-15	20	0	-	20	-20

^{1/} Incluye operaciones con clientes, bancos, empresas financieras y BCRP.
^{2/} Promedio diario.
^{3/} Operación que consiste de dos partes: Una venta en el mercado *spot* y su recompra en el mercado *forward*.
^{4/} La posición larga es la suma de las compras *call* y ventas *put* y la posición corta es la suma de las ventas *call* y las compras *put*.
^{5/} Montos en millones de Nuevos Soles. En una posición larga (corta), el banco paga (recibe) la tasa fija.
Fuente: Información remitida por la banca en los Reportes de Operaciones Cambiarias y Reportes de Derivados de Tasas.

75. **En el semestre, se realizaron operaciones de arbitraje por un monto de US\$ 11 102 millones debido al fuerte incremento del diferencial de las tasas *forward*⁵⁶.**

Para aprovechar el alto diferencial de las tasas *forward*, los agentes locales compraron dólares en el mercado *spot* para venderlos simultáneamente, a un mayor tipo de cambio, en el mercado *forward* consiguiendo una tasa de rendimiento en moneda nacional equivalente a la suma del diferencial de las tasas *forward* y la tasa de interés que se obtiene por depositar los dólares adquiridos.



56 Este diferencial se ve reflejado en la diferencia entre el tipo de cambio *spot* y el tipo de cambio *forward*.





Durante noviembre y febrero, esas operaciones de arbitraje redujeron tasas de rendimiento en moneda nacional, al plazo de un mes, de hasta 10 por ciento anual. El aumento del diferencial de las tasas *forward* se debió a la demanda por dólares de no residentes en el mercado *forward*. Las operaciones fueron realizadas principalmente por las AFP (US\$ 4 567 millones) y los fondos mutuos (US\$ 2 281 millones).

76. **El volumen de transacciones cambiarias de la banca con sus clientes que no involucran al Nuevo Sol aumentó en 19%, tanto por un incremento de la negociación en el mercado *forward* (23%) como en el mercado *spot* (17%).**

En la mayor negociación del mercado *forward* destacó el incremento de transacciones con yenes y pesos mexicanos con clientes locales y no residentes. Mientras en el mercado *spot*, destacaron incrementos en la negociación de libras esterlinas y pesos mexicanos con clientes locales.

Cuadro 3.4 OPERACIONES DE LA BANCA EN EL MERCADO DE DIVISAS CON EL PÚBLICO (Millones de US\$)				
Divisas	US\$ contra divisa			
	Spot		Forward	
	Abr.13 - Set.13	Oct.13 - Mar.14	Abr.13 - Set.13	Oct.13 - Mar.14
AUD	61	194	19	41
BOB	0	0	-	-
BRL	186	227	137	78
CAD	118	415	47	33
CHF	32	38	3	7
CLP	6	12	96	13
CNY	1	6	0	-
COP	0	68	402	380
DKK	1	1	-	-
EUR	4 893	4 744	1 785	1 814
GBP	145	499	30	84
HKD	0	0	-	-
JPY	310	227	275	671
MXN	260	636	165	519
NOK	9	3	-	-
SEK	7	12	0	0
ZAR	3	1	-	-
Total	6 033	7 084	2 958	3 642

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

77. **A marzo de 2014, la posición de cambio global de la banca fue de US\$ 307 millones y la posición de cambio contable estuvo en US\$ 541 millones.⁵⁷ Estas cifras representaron disminuciones de US\$ 786 millones y de US\$ 615 millones, respectivamente, respecto a setiembre de 2013. La variación de la posición de la banca se explicó por el cambio de moneda funcional de un banco local y por el menor atractivo de mantener posiciones en dólares dada la estabilidad cambiaria.**

57 La posición de cambio global es la suma de la posición de cambio contable y la posición neta en derivados. La posición de cambio contable es la diferencia entre los activos y pasivos en moneda extranjera dentro del balance. La posición neta en derivados es igual a la diferencia entre las posiciones larga y corta en derivados de moneda extranjera.

IV. SISTEMAS DE PAGOS

78. El volumen total de transacciones en los Sistemas de Pago continúa creciendo. Esta tendencia es reflejo de un mayor uso y por tanto de una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte del público. No obstante, el valor de las transacciones realizadas en los Sistemas de Pago se redujo.

Cuadro 4.1
SISTEMAS DE PAGOS DE IMPORTANCIA SISTÉMICA
(Promedio diario)^{1/}

Sistemas	2012 (1)	2013 (2)	Últimos 12 meses		Enero-Marzo		Var. %	
			Mar.13 (3)	Mar.14 (4)	2013 (5)	2014 (6)	(4)/(3)	(6)/(5)
Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)								
Valor (mill. S/.)	12 870	12 386	13 708	12 413	13 727	13 772	-9,4	0,3
Volumen (unidades)	2 852	3 140	3 010	3 027	3 027	3 140	0,6	3,7
Cámara de Compensación Electrónica (CCE)								
Valor (mill. S/.)	878	917	885	933	899	965	5,5	7,3
Volumen (unidades)	55 433	60 257	56 833	61 111	56 132	59 719	7,5	6,4
Cheques								
Valor (mill. S/.)	675	652	669	650	670	662	-2,8	-1,2
Volumen (unidades)	33 244	31 494	33 173	30 705	31 844	28 696	-7,4	-9,9
Transferencias de Crédito								
Valor (mill. S/.)	203	265	216	283	229	302	31,2	32,1
Volumen (unidades)	22 189	28 762	23 660	30 406	24 288	31 023	28,5	27,7
Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)								
Valor (mill. S/.)	170	152	174	149	171	160	-14,3	-6,4
Volumen (unidades)	1 013	765	916	689	938	630	-24,8	-32,9
Rueda de Bolsa								
Valor (mill. S/.)	69	53	76	54	50	53	-29,1	6,0
Volumen (unidades)	976	732	881	655	904	593	-25,6	-34,4
Valores del Gob.								
Valor (mill. S/.)	101	99	98	96	121	107	-2,9	-11,5
Volumen (unidades)	37	33	35	34	34	36	-3,8	6,0
TOTAL								
Valor (mill. S/.)	13 918	13 455	14 767	13 496	14 797	14 897	-8,6	0,7
Volumen (unidades)	59 298	64 162	60 759	64 827	60 097	63 488	6,7	5,6

* Valores en moneda nacional y moneda extranjera expresados en nuevos soles.

Var. % (12 meses) del promedio diario en moneda nacional.

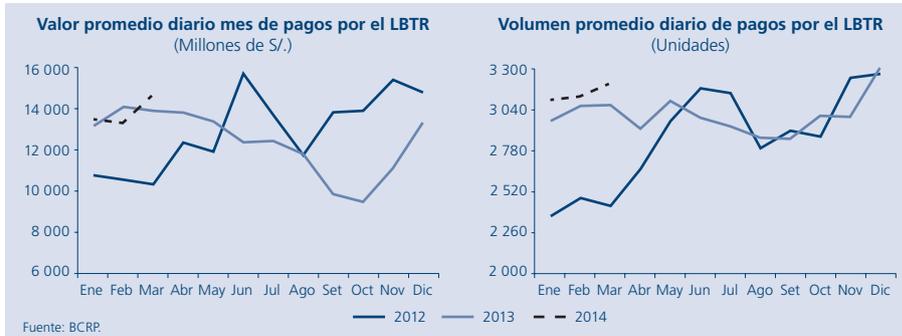
Fuente: BCRP.

79. En el caso del Sistema LBTR, durante el período de doce meses que terminó en marzo de 2014, el volumen de operaciones aumentó en 0,6%. En tanto, el valor de las transacciones se redujo 9,4%.





Gráfico 4.1



El menor valor de las transacciones en este Sistema durante los últimos 12 meses está asociado principalmente a la caída en el valor de préstamos interbancarios en moneda extranjera por la alta liquidez en dólares de los bancos y a las menores operaciones de compraventa de moneda extranjera ocurridas durante el segundo semestre de 2013.

Respecto a la interconexión electrónica al Sistema LBTR durante el período de análisis, las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito de Trujillo y de Sullana y la Financiera Edyficar se interconectaron vía el *Cliente Web*, accediendo así a más servicios y reduciendo sus riesgos operativos.

- 80. **En los últimos doce meses, el ratio de obligaciones sobre recursos líquidos en moneda nacional registró un alza, principalmente por una recomposición de portafolio hacia moneda extranjera por parte de la banca. Con ello, el ratio que incluye a las dos monedas se mantuvo estable evidenciando un Sistema de Pagos con una amplia holgura de recursos líquidos.**

Gráfico 4.2



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

El aumento del indicador de moneda nacional desde los últimos meses de 2013 se dio principalmente por una recomposición de recursos líquidos a favor de la moneda extranjera (reflejándose principalmente en las cuentas corrientes), en una coyuntura de elevación del tipo de cambio asociada a una mayor demanda por parte de diversos clientes. Así, la banca tiene más recursos líquidos en moneda extranjera y menos en moneda nacional.

81. **Durante este periodo, las comisiones más altas cobradas por los bancos a sus clientes por transferencias en el Sistema LBTR registraron reducciones.**

El promedio ponderado de las comisiones cobradas en moneda nacional a marzo de 2014 fue S/. 20,6 en moneda nacional y US\$ 7,2 en moneda extranjera. Ello representa una caída de 21% y 22% en cada caso, respecto al mismo mes de 2013. Por entidad, se observan importantes reducciones en las comisiones cobradas por los bancos BIF y Financiero.

**Cuadro 4.2
COMISIÓN PROMEDIO COBRADA A CLIENTES POR TRANSFERENCIAS LBTR
EN LA MISMA PLAZA**

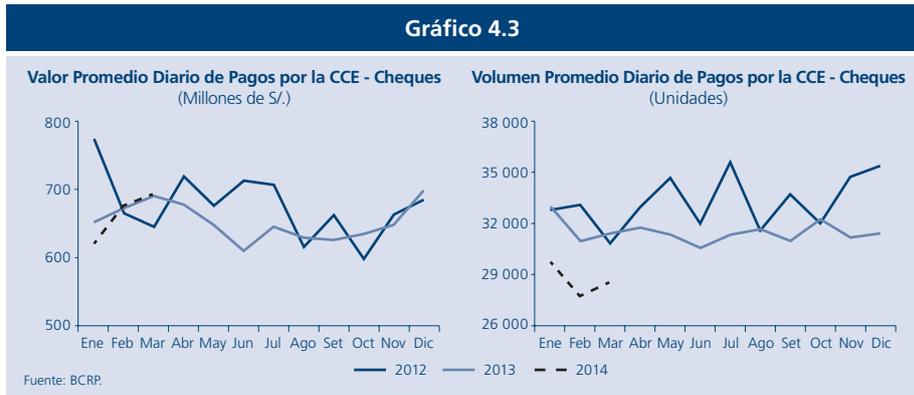
	Nuevos Soles			Dólares		
	Mar.12	Mar.13	Mar.14	Mar.12	Mar.13	Mar.14
BIF	150,0	150,0	30,0	56,9	57,8	10,7
Financiero	74,0	72,0	47,0	21,1	21,1	21,1
GNB 1/	45,0	45,0	45,0	15,0	15,0	15,0
Citibank 2/	20,5	20,8	22,5	8,0	8,0	8,0
Crédito	20,0	20,0	20,0	6,0	6,0	6,0
Interbank	20,0	20,0	20,0	6,0	6,0	6,0
Scotiabank 3/	20,0	20,0	20,0	7,8	7,3	7,3
Comercio	20,0	20,0	20,0	6,5	6,5	6,5
CrediScotia	20,0	20,0	20,0	7,0	7,0	7,0
Mibanco	20,0	20,0	20,0	6,0	6,0	6,0
Continental 3/	17,0	17,0	17,0	6,6	5,7	5,7
Nación	14,0	14,0	14,0	5,5	5,0	5,0
Promedio Pond.	26,2	26,2	20,6	9,6	9,3	7,2

Nota: Estimación en base a transferencias por S/. 500 mil y US\$ 200 mil.
1/ El 4 de octubre de 2013 el Banco HSBC cambió de denominación social a Banco GNB (Res. SBS N° 5386-2013).
2/ Cobra comisión en dólares.
3/ Cobra comisión en nuevos soles.
Fuente: BCRP.

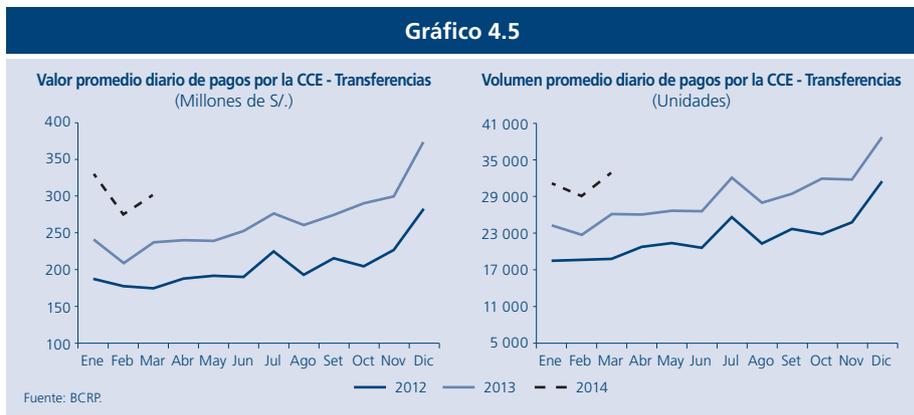
82. **Las operaciones procesadas en la CCE en los últimos doce meses a marzo de 2014, aumentaron en 7,5% y 5,5% en volumen y en valor respectivamente. Las operaciones con cheques continuaron con su tendencia a la baja, mientras que las transferencias de crédito mantuvieron su dinamismo.**

En el período de análisis, el uso de cheques para pagos interbancarios disminuyó, en parte por la mayor utilización de instrumentos electrónicos de pago. Es así que, la participación de cheques en el volumen de operaciones en la CCE disminuyó a 50,2% en los últimos doce meses. No obstante, representó el 69,7% del valor negociado.





De otro lado, se observa que el volumen de las transferencias de crédito⁵⁸ registró una tasa de crecimiento de 28,5% en los últimos doce meses a marzo 2014. Ello refleja la mayor seguridad y eficiencia de este instrumento. En el primer trimestre de 2014 las transferencias de crédito representaron el 51,9% del volumen de transacciones en la CCE.

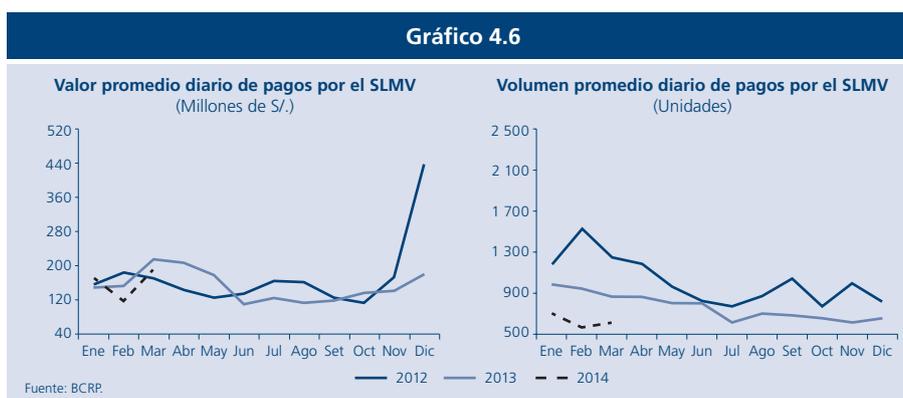


58 Las transferencias de crédito pueden ser ordinarias, para el pago de haberes, de proveedores, de CTS y de tarjetas de crédito.

83. **El valor y volumen de las operaciones procesadas en el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV) descendieron en 14,3% y 24,8%, principalmente por la menor actividad en renta variable.**

La menor actividad en la negociación de títulos de renta variable se reflejó en valor y volumen. El valor negociado se contrajo en 29,1%, en tanto que el volumen en 25,6%. Por su parte, el valor de las operaciones liquidadas de bonos soberanos se redujo en 2,9%, mientras que su volumen cayó en 3,8%.

En julio de 2013, el MEF inició su programa de emisiones de Letras del Tesoro de corto plazo. Desde esa fecha a marzo de 2014 se han emitido letras, en subastas por S/. 501,4 millones con plazos entre 90 y 360 días, cuya liquidación se realiza vía CAVALI, que es el administrador del SLMV.



84. **En abril del presente año, se anunció la intención de integración societaria (absorción) entre la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y CAVALI, la cual se espera que se concrete en los próximos meses.**

La integración se realizaría a través de la fusión por absorción de CAVALI por parte de la BVL, la cual ya poseía el 82% de la misma. Luego de la fusión, CAVALI será 100% propiedad (menos una acción) de la Nueva BVL. La fusión tiene como finalidad generar sinergias en costos y poder ofrecer nuevos servicios en un mediano plazo.

85. **El uso de instrumentos de pago electrónicos, fuera de los Sistemas de Pagos, también continuó en aumento, debido a la mayor aceptación por parte del público.**

Adicionalmente a los Sistemas de Pago de importancia sistémica, cuyas operaciones tienen carácter interbancario, el público también realiza transacciones con instrumentos de pago electrónicos (transferencias de crédito y débitos directos intrabancarios) o con tarjetas de pago (débito o crédito), que han registrado un significativo crecimiento.





Cuadro 4.3
INSTRUMENTOS ELECTRÓNICOS DISTINTOS DE LOS UTILIZADOS
EN LOS SISTEMAS DE PAGOS*
(Valor de transferencias en millones de nuevos soles y número en miles de unidades)

	Mar.13		Mar.14		Variación %	
	Valor	Número	Valor	Número	Valor	Número
Transferencia de Crédito **	2 557	718	2 535	758	-0,8	5,6
Tarjetas de Crédito***	121	388	135	423	11,6	9,1
Tarjetas de Débito***	50	341	65	410	28,9	20,1
Débitos Directos**	118	158	152	176	28,9	11,3
Total	2 846	1 605	2 888	1 767	1,5	10,1

* Promedio diario de los últimos doce meses.
** Intrabancario.
*** No se considera retiro de efectivo.
Fuente: Circular 046-2010-BCRP.

Así, el número de transferencias de crédito creció 5,6% entre marzo de 2013 y marzo de 2014, siendo el más importante de los instrumentos electrónicos para realizar pagos minoristas. El segundo instrumento en importancia en el volumen de operaciones fue la tarjeta de crédito, seguido de la tarjeta de débito que crecieron 9,1% y 20,1%, respectivamente.

Los Débitos Directos no se han desarrollado en el Perú por problemas de demanda (temor a perder el control de la cuenta y a los cobros indebidos, desconfianza, etc.) y de oferta (falta de difusión de la banca, existencia de otros instrumentos, etc.), aún cuando el marco regulatorio otorga la seguridad y la flexibilidad adecuada para su uso (regulación del BCRP, Ley del Débito Automático y su Reglamento).

86. **El 15 de febrero de 2014, mediante Decreto Supremo N° 029-2014-EF, se creó la Comisión Multisectorial de Inclusión Financiera (en adelante la Comisión).**

La Comisión fue creada para proponer el diseño y realizar el seguimiento de la implementación de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF) y fomentar el mayor acceso y uso de servicios financieros de calidad en el Perú. La Comisión está integrada por el Ministerio de Economía y Finanzas (Presidencia), el Ministerio de Desarrollo e Inclusión Social, la Superintendencia de Banca y Seguros y AFP, el BCRP y el Banco de la Nación; teniendo entre sus principales funciones:

- Formular la propuesta de los lineamientos de la ENIF.
- Coordinar y articular las acciones y esfuerzos interinstitucionales para lograr el objetivo de la ENIF.
- Realizar el seguimiento de la implementación de la ENIF.
- Remitir informes técnicos al Ministerio de Economía y Finanzas.
- Organizar investigaciones en materia de inclusión financiera.

La participación del BCRP, ligada a su función de órgano rector de los Sistemas de Pago en el Perú, se ha reflejado en el fomento de los mismos, el apoyo para hacerlos más seguros y eficientes y la promoción de los pagos electrónicos en el país.

Recuadro 6
EVOLUCIÓN DE LOS CAJEROS CORRESPONSALES EN EL PERÚ⁵⁹

Los cajeros corresponsales son puntos de atención que funcionan en establecimientos fijos o móviles pertenecientes a personas naturales o jurídicas (operadores) diferentes de las empresas que integran el sistema financiero. Los cajeros corresponsales funcionan desde el año 2006 y se encuentran regulados y supervisados por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (SBS)⁶⁰.

Entre los años 2006 y 2013, el crecimiento de estos puntos de atención a nivel nacional ha sido elevado, permitiendo un mayor acceso a los servicios financieros. En Lima, el crecimiento promedio anual del número de cajeros corresponsales estuvo alrededor del 40%; mientras que en el resto del país, este crecimiento estuvo cerca del 50% promedio anual.



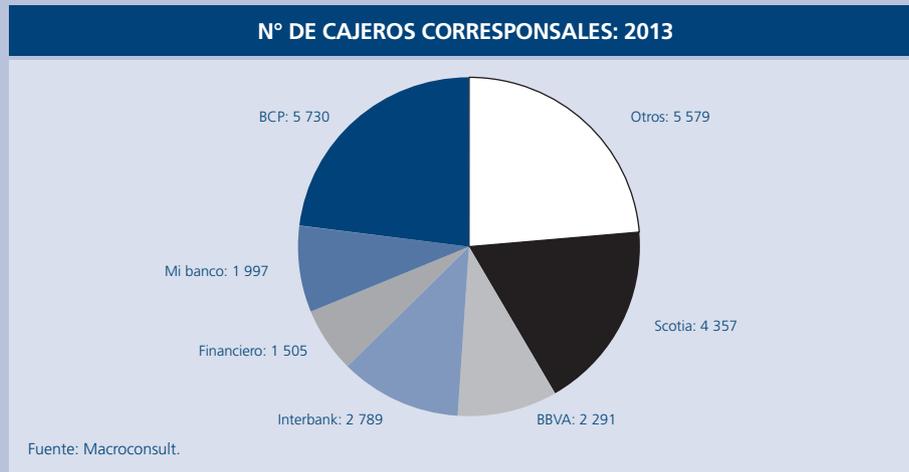
Sin bien el crecimiento de este canal de atención fue elevado, no ha sido homogéneo en todas las regiones del país. Actualmente, Lima y Arequipa son los departamentos con más cajeros corresponsales a nivel nacional (más de 101 por cada 100 mil habitantes), mientras que los departamentos con menos puntos de atención son Huancavelica, Apurímac, Loreto, Puno y Madre de Dios (menos de 20 cajeros corresponsales por cada 100 mil habitantes).

A nivel nacional y con información al cierre de 2013, los bancos poseen cerca del 80% del número total de cajeros corresponsales en el sistema financiero (de los cuales, los cuatro bancos más grandes concentran el 70%). Por su parte, sólo el 20% de los cajeros corresponsales corresponde a las cajas municipales.

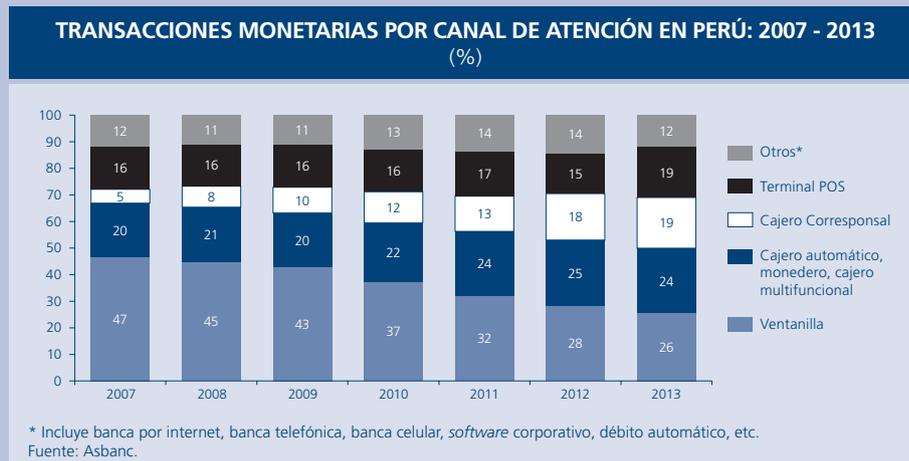
59 En varios países de América Latina existen cajeros corresponsales: en México, se denominan comisionistas; en Brasil, se llaman corresponsales; en Chile, corresponsalías; en Colombia, corresponsales bancarios; y, en Ecuador, corresponsales no bancarios.

60 Mediante Circular N° B-2147-2005 F-0487-2005, S-0612-2005, CM-0334-2005, CR.0203-2005, EAF-0230-2005, EDPYME-0118-2005, del 16 de junio de 2005, la SBS reguló la prestación de servicios a través de los cajeros corresponsales. Posteriormente, dicha circular fue modificada por las Resoluciones SBS N° 775-2008 y 6285-2013.





El crecimiento de los cajeros corresponsales los ubica como uno de los principales canales de atención para realizar transacciones en el sistema financiero. Si bien el 50% de las transacciones monetarias que se realizan en el país se hacen aún a través de la ventanilla de los bancos y de los cajeros automáticos, la aceptación que han tenido los cajeros corresponsales ha permitido que, en 2013, cerca del 20% de las transacciones se realicen a través de este canal (casi cuatro veces lo que representaban en 2007).



Lo que está pendiente para el mayor desarrollo de los cajeros corresponsales es adecuar la regulación para permitir más operaciones y simplificar los trámites de inscripción. La consolidación de este canal, dadas sus características y grado de aceptación, es muy importante para lograr una mayor bancarización e inclusión financiera en el país.

Referencias

- Macroconsult (2013): "El avance del dinero electrónico en el país".
- FOMIN, BID, CAF (2013): "Banca Corresponsal e Inclusión Financiera: Marcos Regulatorios en América Latina".

V. BALANCE DE RIESGOS

87. **En el entorno internacional, el crecimiento global llegó a 3,7% en la segunda mitad de 2013, tasa mayor a la registrada en el semestre previo (2,7%). Sin embargo, la proyección de crecimiento mundial permanece en 3,6% para 2014 y ha descendido para 2015 (de 3,8% a 3,7%).**

El *World Economic Outlook* (WEO), publicado por el FMI en abril último, mantiene sus proyecciones de crecimiento de la economía mundial para 2014. La proyección para las economías desarrolladas se mantiene en 2,1%, aunque el crecimiento de la economía de los Estados Unidos de América ha sido revisado ligeramente a la baja (de 2,8% a 2,7%); y el de la Zona Euro al alza (de 1,2% a 1,3%).

Las mejores previsiones de la Zona Euro se explican por el mejor desempeño que tendría las economías de Alemania (de 1,3% a 1,6%) y de España (de 0,7% a 1,1%). Por otro lado, en las economías emergentes, la corrección ha sido a la baja (de 5,4% a 5,2%), influyendo en esta evolución el menor crecimiento de la región de América Latina y el Caribe (de 3,8% a 3,1%), principalmente por el menor crecimiento proyectado de Brasil (de 2,6% a 2,0%).

88. **Existen, sin embargo, factores de incertidumbre que podrían modificar las estimaciones indicadas. Destacan los siguientes riesgos:**

- a. **Riesgos relacionados a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América (*tapering*).** Una potencial elevación del costo financiero a nivel global afectaría a muchos países desarrollados que registran niveles de deuda pública por encima de los alcanzados previos a la crisis financiera internacional.

Este riesgo se torna más importante para países emergentes, donde además habría salidas de flujos de capitales generando desequilibrios en los mercados cambiarios y monetarios. Cabe destacar que los inversionistas distinguirían entre países con sólidos o débiles fundamentos económicos (observando por ejemplo el nivel de crecimiento del PBI, el déficit externo, el porcentaje de financiamiento externo que registran en el corto plazo, entre otros).

- b. **Riesgos de deflación.** La reducción de precios podría incentivar a los agentes a consumir e invertir menos en el corto plazo con la esperanza de adquirir mayores bienes en el futuro, lo que podría afectar la actividad





económica⁶¹. Por su parte, con tasas de política monetaria cercanas a 0% en las economías desarrolladas, no habría espacio para que la política monetaria ejerza un efecto positivo sobre la actividad económica y logre atenuar dicho proceso.

- c. **Menor crecimiento en China.** Ello se explicaría por la decisión del gobierno de reducir su política de estímulo al crecimiento del crédito y al endeudamiento de los gobiernos locales. Asimismo, una parte importante del crecimiento del crédito proviene del sector no bancario⁶² y existen dudas sobre la capacidad de este sector para administrar adecuadamente los diferentes riesgos financieros. Una inadecuada gestión de éstos podría diseminarse a los bancos comerciales y al resto de mercados financieros.
- d. **Riesgos geopolíticos.** Más allá de las consecuencias que los problemas geopolíticos entre Ucrania y Rusia tengan sobre el crecimiento de ambos países, existe el riesgo de que una escalada del conflicto se traduzca en interrupciones en el comercio de petróleo y gas natural y, en menor medida, de maíz y trigo. Estas interrupciones podrían aumentar la aversión al riesgo en los mercados financieros globales.

89. **Una posible reducción del crecimiento mundial generaría una desaceleración del nivel de actividad económica interna, lo que afectaría el nivel de ingresos de las familias y de las empresas, elevando la probabilidad de incumplimiento de estos agentes con sus obligaciones financieras y el posterior deterioro de la calidad de los activos de las entidades financieras.**

Un menor crecimiento mundial reduciría el nivel de exportaciones del país y afectaría adversamente los términos de intercambio, especialmente si el menor crecimiento proviene de China, lo que mantendría los precios de los metales en niveles relativamente bajos y afectaría el crecimiento de la actividad económica así como de las potenciales inversiones en el sector minero.

En la medida que los flujos de capitales se retiren de países emergentes, ya sea por menores perspectivas de crecimiento de estos últimos o por mayor percepción de riesgo producto de una incertidumbre internacional, se podría generar una salida no anticipada y desordenada de capitales en nuestra economía⁶³, lo que incrementaría el costo financiero de las empresas y familias y exacerbaría la volatilidad del tipo de cambio.

61 Actualmente, la inflación se sitúa por debajo de la inflación objetivo y de la inflación de largo plazo. Esta tendencia se observa desde finales de 2011 en la Zona Euro y, desde 2013, en la economía estadounidense. Cabe mencionar que dicha trayectoria podría continuar si persiste el descenso en los precios de los *commodities* (particularmente, del petróleo y de los alimentos) y el alto desempleo en algunos países de la Zona Euro.

62 Este sector está formado por empresas creadas especialmente por los bancos para evadir las regulaciones que pesan sobre el sector bancario (por ejemplo, los topes a las tasas de interés de los depósitos).

63 Según estimaciones del BBVA Research, una subida de 100 puntos básicos en el bono de Tesoro de Estados Unidos de América induciría un aumento de alrededor de 20 puntos básicos en el EMBI Perú.

Bajo este contexto, los segmentos de más bajos ingresos, que son más vulnerables a los cambios en el ciclo económico, así como los que registran descalces cambiarios serían los más afectados. La menor capacidad de pago de esos deudores, a su vez, podría incrementar los ratios de cartera morosa de las entidades financieras.

90. **La participación de inversionistas no residentes en el saldo de Bonos del Tesoro Público nominales en moneda local se mantiene elevada (49 por ciento) a pesar de la reducción de sus tenencias en 17 por ciento o S/. 3 mil millones durante el semestre. La salida de no residentes del mercado local siguió la tendencia observada en el resto de mercados emergentes.**

Según *Emerging Portfolio Fund Research* (EPFR), en el semestre se han retirado inversiones de renta fija en mercados emergentes por US\$ 37 mil millones o 11 por ciento de los fondos administrados; en tanto que se ha incrementado las inversiones en mercados desarrollados, principalmente en acciones. Como se mencionó en el REF anterior, el desempeño del mercado de capitales doméstico y del mercado cambiario podría verse afectado si los inversionistas no residentes decidieran liquidar sus posiciones o cubrir su riesgo cambiario de forma más agresiva, ante la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos.

91. **La desaceleración de la inversión privada⁶⁴ refleja la mayor precaución de las empresas.** Ello puede afectar, en el mediano plazo, el crecimiento potencial de la actividad económica, lo que impactará en la situación financiera de los agentes económicos.

Uno de los principales motores de la economía es la inversión privada, ya que ayuda a generar empleo y permite a las empresas ser más eficientes, demandando más insumos y generando, en última instancia, más actividad económica.

La inversión privada se ha visto afectada no solo por los factores externos e internos mencionados anteriormente, sino también por factores idiosincráticos en el manejo de políticas internas. Los gremios empresariales consideran que se pueden implementar medidas de política orientadas a promover la inversión privada (por ejemplo, a través de la reducción de barreras burocráticas) y a solucionar los conflictos sociales⁶⁵.

92. **Pese a los riesgos que se vislumbran en el panorama global, el banco Goldman Sachs asegura que Perú, luego de Corea del Sur, es el país menos**

64 La tasa de crecimiento real de la inversión privada fija a diciembre de 2013 fue de 6%, muy inferior a la alcanzada en diciembre de 2012 (15,6%).

65 Ello puede generar incertidumbre en la toma de decisiones de las empresas por el riesgo político asociado y, por consiguiente, incrementar su coste de financiamiento. Entre setiembre de 2013 y marzo de 2014, el promedio del CDS Perú fue mayor al de Colombia (promedio de 128 puntos básicos versus 121 puntos básicos), pese a que Perú, según Fitch Rating, registra mejores fundamentos económicos (su calificación de riesgo es de BBB+ versus la de Colombia que es BBB-).





vulnerable a factores externos entre los países emergentes. Ello debido a que es uno de los países con mayor crecimiento económico así como porque registra un elevado nivel de reservas internacionales respecto a su deuda externa de corto plazo, un superávit fiscal y un bajo nivel de servicio de deuda pública.

93. **Dado el escenario internacional y las condiciones económicas domésticas, se espera que la economía peruana continúe creciendo en el año 2014, aunque a una tasa menor que en años anteriores. Por ello, el ratio de la cartera morosa de la banca como proporción de las colocaciones, mantendría su tendencia moderada al alza. En el Reporte de Inflación (RI) de abril de 2014, el BCRP estimó una tasa de crecimiento de la economía para 2014 de 5,5% versus la tasa de 5,6% registrada en 2013.**



Con esta información, el siguiente cuadro presenta la proyección del ratio de cartera morosa de la banca hasta febrero de 2015, en términos de los posibles escenarios del crecimiento económico para el año 2014.

Cuadro 5.1
ESCENARIOS ESTIMADOS PARA EL RATIO DE MOROSIDAD DE LA BANCA

		Escenarios menos favorables		Base	Escenarios más favorables	
		Crecimiento del PBI en el año 2014 (%)				
		4,3	4,9	5,5	6,0	6,5
Ratio de	Set. 14	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3
	Dic. 14	3,8	3,7	3,5	3,4	3,3
Morosidad (%)	Feb. 15	4,0	3,9	3,7	3,5	3,4

Elaboración: BCRP.

En el escenario base (más probable), el ratio de morosidad estaría alrededor de 3,7% en febrero de 2015 (3,22% en marzo de 2014), siguiendo una trayectoria suave en los siguientes meses. Si el PBI creciera entre 4,9% y 5,5% (25% de probabilidad), el ratio de morosidad proyectado para febrero de 2015 podría llegar

hasta un máximo de 3,9% respecto al pronóstico base. En un escenario menos favorable, donde el PBI creciera entre 4,3% y 4,9% (15% de probabilidad), la morosidad podría alcanzar un máximo de 4,0%.

94. **Durante los próximos doce meses y ante un eventual escenario de desaceleración económica, la banca en su conjunto seguiría manteniendo una posición financiera sólida.**

Los resultados del modelo de proyección para la banca (ver Recuadro 7), considerando las proyecciones del PBI y del tipo de cambio en el escenario base⁶⁶, señalan que el ratio de morosidad se incrementaría a 3,7% y el ROA se reduciría moderadamente a 1,7%, en los próximos doce meses. Por su parte, el ratio de capital global se reduciría levemente, debido a que los activos ponderados por riesgo aumentan en mayor proporción que el patrimonio efectivo.

Cuadro 5.2 INDICADORES FINANCIEROS DE LA BANCA (%)					
	Feb.14	Base		Estrés	
		Ago.14	Feb.15	Ago.14	Feb.15
SOLVENCIA					
Patrimonio efectivo (PE) (Millones S/.)	30 447	30 543	30 610	30 473	30 491
Ratio de capital global (% de los activos ponderados por riesgo)	13,8	13,6	13,3	13,9	13,8
CALIDAD DE CARTERA					
Cartera morosa/Colocaciones brutas (%)	3,2	3,5	3,7	3,6	4,0
RENTABILIDAD					
ROA	2,0	1,8	1,7	1,7	1,5
ROE (% sobre patrimonio)	20,8	17,9	16,5	17,1	14,6
LIQUIDEZ					
Activos líquidos/pasivos	41,3	45,2	47,1	45,7	47,5

Elaboración: BCRP.

En el escenario de estrés⁶⁷, los indicadores de calidad de cartera y rentabilidad se reducirían levemente respecto a los registrados en el escenario base. Ello se debería a un eventual aumento de los gastos en provisiones provenientes del deterioro de los créditos a los hogares y a las MYPE, segmentos que son más dependientes del ciclo económico. Cabe indicar que el ratio de capital global alcanzaría un nivel

66 Este escenario considera las proyecciones centrales de las variables macroeconómicas publicadas en el Reporte de Inflación de abril de 2014. En el caso del PBI, la tasa de crecimiento proyectada para el 2014 es de 5,5%. Con esta información y utilizando los modelos satélite (Ver Recuadro 7) se proyecta que las tasas de crecimiento para la cartera morosa, las colocaciones y los depósitos.

67 Este escenario considera el valor extremo inferior de las proyecciones de las variables macroeconómicas consideradas en el Reporte de Inflación (con 1% de probabilidad de ocurrencia de acuerdo a su *fan chart*). En ese escenario, la tasa de crecimiento del PBI para el año 2014 sería de 2,4%. Con ello y siguiendo la metodología de proyección del Recuadro 6, se proyecta la tasa de crecimiento de la cartera morosa, las colocaciones y los depósitos.





superior al del escenario base (13,8% versus 13,3%), por el menor crecimiento de las colocaciones respecto al del escenario base⁶⁸.

Si bien los resultados de este ejercicio muestran una posición financiera sólida de la banca en su conjunto, como una sola entidad, es de esperar que algunos bancos registren mayores deterioros, especialmente aquellos especializados en el segmento minorista, aunque sin poner en riesgo su posición financiera ni su nivel de solvencia.

95. **En los próximos doce meses y en el escenario base, las cajas municipales tendrían un adecuado funcionamiento aunque se debilitaría moderadamente su situación financiera, al deteriorarse sus indicadores de morosidad y de rentabilidad. En el escenario de estrés, sin embargo, su situación financiera podría deteriorarse aún más.**

En el escenario base⁶⁹, el ratio de morosidad de las CM se incrementaría a 9,6% y su ROA se reduciría a 0,6% en los próximos doce meses debido a eventuales aumentos de los gastos en provisiones específicas en el segmento MYPE. Así, el ROA continuaría con su tendencia descendente observada en los últimos años, debido al mayor riesgo de crédito y a la progresiva reducción de las tasas activas en los mercados donde operan.

Cuadro 5.3
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS CAJAS MUNICIPALES
(%)

	Feb. 14	Base		Estrés	
		Ago. 14	Feb. 15	Ago. 14	Feb. 15
SOLVENCIA					
Patrimonio efectivo (PE) (Millones S/.)	2 177	2 203	2 207	2 197	2 198
Ratio de capital global (% de los activos ponderados por riesgo)	14,8	14,6	14,3	14,9	15,0
CALIDAD DE CARTERA					
Cartera morosa/Colocaciones brutas (%)	8,4	9,0	9,6	9,4	10,4
RENTABILIDAD					
ROA	1,6	1,1	0,6	0,9	0,1
ROE (% sobre patrimonio)	12,6	8,4	4,5	7,0	0,8
LIQUIDEZ					
Activos líquidos/pasivos	30,5	32,6	35,1	32,7	34,5

Elaboración: BCRP.

Cabe indicar que, ante el incremento de la morosidad ocurrido en los últimos doce meses, diversas entidades microfinancieras tomaron medidas correctivas en su

68 En ambos escenarios, el patrimonio efectivo se mantiene relativamente estable, pues se asume que las entidades financieras no capitalizan sus utilidades; por lo que el ratio de capital global es mayor en el escenario de estrés que en el escenario base, por el menor crecimiento de las colocaciones en la situación de estrés.

69 En este escenario, la cartera morosa crece en 21,7%.

política crediticia. Ello ha reducido el ritmo de crecimiento de las colocaciones y ha incrementado los niveles de liquidez de estas entidades. Esta mayor liquidez reduce el ROA de estas entidades, pero favorece su solvencia, lo que les brinda un soporte para el crecimiento de sus colocaciones a mediano plazo.

En ese sentido, los resultados de estrés refuerzan la importancia de buscar soluciones en forma rápida, expeditiva y al menor costo posible a los problemas estructurales de gobierno corporativo presente en las CM:

- a. El marco legal de su gobierno corporativo, que desincentiva el ingreso de socios estratégicos que podrían aportar recursos para el fortalecimiento patrimonial de la entidad.

Si bien no existe impedimento legal para la entrada de nuevos accionistas, éstos no tendrían capacidad para cambiar la estructura del Directorio⁷⁰ salvo que aporten recursos hasta alcanzar el 50% ó más del capital de la CM.

- b. La poca flexibilidad de sus propietarios (los municipios) para efectuar aportes de capital en forma adecuada y oportuna.

Los municipios, como entidades estatales, se encuentran sujetos a los estrictos procedimientos presupuestarios para efectuar aportes de capital en efectivo a una CM (si dichos aportes no están presupuestados, no se pueden hacer efectivo).

- c. Las CM están sujetas a las normas del sector público. Si bien, desde el año 2010, las CM están excluidas de las normas presupuestarias y de contrataciones y adquisiciones del Estado, aún siguen sujetas a las normas de la Contraloría General de la República⁷¹.

Cabe destacar que no se realizó el ejercicio de pruebas de estrés para las financieras y cajas rurales, debido a las limitaciones estadísticas para aplicar modelos econométricos para ambos casos. En el caso de las financieras, por la poca disponibilidad de datos, pues varias de estas entidades han iniciado sus operaciones en años recientes; y, otras recién vienen captando depósitos pues antes eran EDPYMES. En el caso de las cajas rurales, la baja escala de sus operaciones (sus activos representan el 0,7% del total del sistema financiero) resta eficiencia al poder de predicción del modelo.

70 La estructura del Directorio de una CM sólo podría modificarse si es que el inversionista privado tuviese la mayoría absoluta (más del 50% de las acciones), en cuyo caso el nombramiento del Directorio se realizaría conforme a lo establecido en la Ley General de Sociedades, como sucede actualmente con las demás entidades financieras.

71 Estas exclusiones están contempladas en la Ley N° 29523 (publicada el 30 de abril de 2010). Sin embargo, dicha ley establece que las CM deben elaborar sus normas internas de adquisiciones de bienes bajo los lineamientos proporcionados por la Federación Peruana de Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, los cuales, a su vez, están en línea con las normas del sector público.





96. **La morosidad en los créditos de consumo ha seguido al alza en el semestre setiembre de 2013 - marzo de 2014, periodo en el que estos créditos han incrementado ligeramente su ritmo de crecimiento.** Las entidades financieras deben ser más cautelosas para otorgar estos créditos debido a que, en un contexto de potencial desaceleración, las familias son las más propensas en incumplir sus obligaciones.

Por su parte, el índice de empleo urbano de 10 y más trabajadores se ha venido desacelerando en los últimos años⁷², lo que puede generar atrasos en los créditos o perspectivas de un menor crecimiento en este segmento. Asimismo, la situación económica familiar se ha venido debilitando en los últimos meses⁷³, en un contexto donde incluso las empresas vienen tomando medidas para reducir costos, entre ellos, la reducción de gastos de personal. Además, se ha empezado a notar una recuperación en el crecimiento en las importaciones de bienes de consumo⁷⁴, lo que podría incrementar la deuda de los hogares en una coyuntura menos favorable.

En ese sentido, el sobreendeudamiento debe ser prevenido, tanto por las familias (evitando elevar significativamente su deuda promedio o alargar los plazos de sus obligaciones) como por las entidades financieras (evitando relajar condiciones crediticias o endeudar a clientes compartidos con otras entidades). Las entidades financieras deben ser cautas para otorgar los créditos, especialmente en el proceso de bancarización donde existe incertidumbre del comportamiento de las personas que no cuentan con perfil crediticio, aun más si éstas pertenecen a segmentos de ingresos bajos.

97. **La morosidad de las pequeñas empresas ha seguido aumentando entre setiembre de 2013 y marzo de 2014, en un contexto en que la actividad económica ha crecido a menor velocidad y la fuerte competencia en dicho segmento genera menores márgenes a las entidades financieras.**

Las entidades financieras han restringido, en cierta medida, el otorgamiento de créditos a este segmento; y, en muchos casos, han refinanciado las deudas a estas empresas. Por otra parte, el alargamiento del período de pago a los proveedores por parte de las empresas grandes y corporativas retrasaría los cobros en las pequeñas empresas que suelen ser proveedoras de sus servicios, restringiendo sus niveles de liquidez. De este modo, es necesario que las entidades financieras sigan con criterios conservadores el otorgamiento de créditos a este sector y eviten el sobreendeudamiento de estas empresas.

72 El crecimiento anual de este índice de empleo ha venido reduciendo su ritmo: en 2010, 5,3%; en 2011, 4,7%; en 2012, 4%; y, en 2013, 1,8%.

73 Según la encuesta realizada por Apoyo Consultoría de cómo se encuentra la situación económica familiar respecto a hace 12 meses y cómo cree que estará dentro de 12 meses.

74 Con cifras preliminares de SUNAT, las importaciones de bienes de consumo habrían crecido 14% entre marzo de 2013 y 2014.

98. **Las empresas no financieras deben evitar exponerse al riesgo cambiario y más bien concentrarse en obtener resultados positivos producto de las operaciones propias de su giro de negocio.** A pesar de los actuales incentivos para endeudarse en moneda extranjera (las tasas de interés en moneda extranjera son inferiores a las de moneda nacional), las empresas deberían reducir su exposición cambiaria, teniendo en cuenta las pérdidas por diferencia de cambio que registraron en 2013. Ello es especialmente relevante en un contexto donde necesitan ser más eficientes y competitivas a nivel global.

En ese sentido, un factor que podría contribuir a reducir la exposición cambiaria de las empresas es que los proyectos de inversión que promueve el Gobierno se concesionen en moneda nacional. Ello incentivaría a dichas empresas a invertir así como a generar ingresos e incurrir en costos en Nuevos Soles.

99. **El mercado de capitales doméstico continúa presentando pocas oportunidades de inversión, lo que dificulta la administración eficiente de los portafolios de los inversionistas institucionales. Ello impactaría en una menor rentabilidad futura de los mismos.**

La falta de suficientes activos financieros en el mercado doméstico para el nivel de demanda existente lleva a que tanto las AFP como los fondos mutuos tengan un porcentaje importante de sus portafolios de inversión en activos líquidos de corto plazo, como depósitos a plazo en entidades financieras. Esos depósitos no son un vehículo ideal de inversión para estos inversionistas institucionales debido a que no calzan con el tipo, el plazo ni la rentabilidad que deben tener los activos en los cuales deben invertir⁷⁵.

Asimismo, la falta de oportunidades de inversión hace que los inversionistas prefieran mantener hasta el vencimiento los instrumentos adquiridos y, así, evitar el riesgo de reinversión. Ello limita la liquidez de dichos instrumentos y su negociación en el mercado secundario.

Por otro lado, si bien una alternativa de inversión para las AFP es el financiamiento de proyectos de infraestructura pública, la inversión de las AFP en dicho sector está limitada por los extensos plazos en la estructuración de los proyectos y en la entrega de las concesiones.

100. **Frente a ello, una medida es continuar facilitando las colocaciones de valores de los emisores actuales en el mercado local y buscar el ingreso de nuevas empresas emisoras. La aprobación, en el último año, de un conjunto de**

75 Por ejemplo, los fondos mutuos de renta fija obtendrían una mayor rentabilidad si tuvieran un mayor porcentaje de sus inversiones en títulos de deuda (bonos) en lugar de depósitos bancarios.





normas como la Ley de Promoción del Mercado de Valores y el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales apuntan a ello.

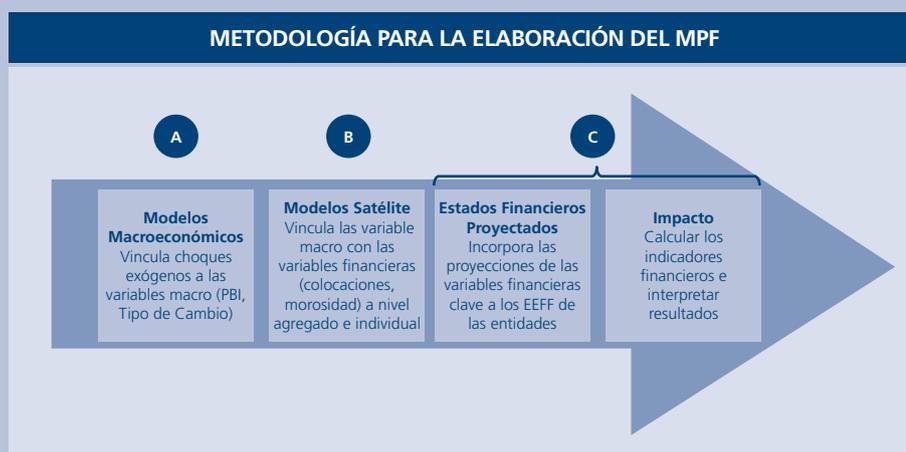
En ese sentido, es recomendable que se amplíe el alcance del MAV para la emisión de instrumentos de deuda de mediano y largo plazo, así como de acciones. Al poder emitir en el MAV a plazos mayores de un año, las empresas medianas tendrán la posibilidad de realizar emisiones por montos mayores. A su vez, ello volvería atractiva estas emisiones a los inversionistas institucionales, ya que superarían la escala mínima necesaria para que puedan ser consideradas como una opción dentro de sus portafolios.

Adicionalmente, la implementación gradual de la exigencia de reportar los estados financieros auditados anuales de las empresas a la SMV (“central de balances”) facilitará que las empresas ingresen como emisores al mercado de capitales⁷⁶.

76 La SMV, a través de la Resolución de Superintendente N° 159-2013, estableció que las empresas con ventas anuales iguales o superiores a las 15 mil UIT deberán presentar su información financiera con el cierre del ejercicio 2013. Por su parte, las empresas con ventas anuales iguales o superiores a 3 mil UIT en inferiores a las 15 mil UIT deberán presentar su información financiera con el cierre del ejercicio 2014. Las empresas con ventas superiores a las 30 mil UIT ya presentaron su información financiera con el cierre del ejercicio 2012.

Recuadro 7
MODELO DE PROYECCIÓN PARA EL SISTEMA FINANCIERO PERUANO

El modelo de proyección para el sistema financiero peruano bajo una situación de estrés (en adelante, MPF) permite evaluar prospectivamente la situación financiera de las instituciones financieras (IFI), considerando las condiciones macroeconómicas y las características individuales de cada IFI, de acuerdo a los mercados donde operan y en un horizonte de proyección de doce meses.



A nivel internacional⁷⁷, los modelos de proyección financiera que buscan cuantificar los efectos de un choque macroeconómico adverso sobre la situación financiera de las IFI se desarrollan en tres etapas: A) implementación de modelos macroeconómicos; B) estimación de modelos “satélites”; y, C) proyección de estados financieros de las IFI. Al igual que la experiencia internacional en las pruebas de estrés, el MPF se desarrolla en estas tres etapas.

A. Implementación de modelos macroeconómicos

Los modelos macroeconómicos buscan medir los efectos de choques internos o externos (por ejemplo, la desaceleración de la economía de EE.UU. o China) sobre la actividad económica (por ejemplo, PBI, términos de intercambio, inflación).

Para el caso peruano, las proyecciones de las variables macroeconómicas están publicadas en el Reporte de Inflación y se obtienen del Modelo de Proyección Trimestral, el cual caracteriza el comportamiento de corto plazo de la economía peruana (economía pequeña, abierta y con dolarización parcial). Este modelo provee proyecciones para el crecimiento del PBI, tipo de cambio e inflación, entre otras variables, bajo un escenario base (escenario de mayor probabilidad de ocurrencia) y uno de estrés.

- Escenario base: Escenario más probable y considera la media de las proyecciones de las variables macroeconómicas.

⁷⁷ Lo señalado en esta recuadro se basa en una diversidad de estudios que introducen y discuten tanto la naturaleza como los propósitos de los modelos de proyección financiera y pruebas de estrés. Los documentos más citados son los elaborados por Jones, Hilbers y Slack (2004); Čihák (2007), Banco de España (2011) y Bank of England - RAMSI Model (2012).





- Escenario de estrés: Escenario de baja probabilidad pero de alto impacto. Considera las proyecciones de las variables macroeconómicas con una probabilidad de ocurrencia del 1%⁷⁸.

B. Estimación de modelos “satélites”

Los modelos “satélites” son estimaciones econométricas para realizar proyecciones de las variables financieras claves (*key financial variables*)⁷⁹ para el negocio financiero de las IFI, dado un escenario macroeconómico. Así, se realiza una regresión lineal simple que tiene la siguiente representación:

$$y = \beta x + \gamma z + \varepsilon$$

Donde y es el vector de las variables financieras a proyectar (tasas de crecimiento de las colocaciones, de la cartera morosa y de los depósitos); x es un vector de variables macroeconómicas (tasas de crecimiento del PBI, del tipo de cambio e inflación); z es un vector de variables de control (principalmente, los rezagos de las variables financieras); y, ε recoge los términos de error que captura factores no considerados en el modelo. Asimismo, β y γ son las matrices de parámetros a estimar. Luego de analizar distintas combinaciones de modelos, se escoge aquel que muestra el mejor poder de predicción.

En economías emergentes, los factores de riesgo de las IFI provienen principalmente de la calidad de los activos y de los mercados de créditos y de depósitos, ya que las actividades de las IFI en estos mercados constituyen los principales rubros de sus balances. En economías desarrolladas, las operaciones de banca de inversión pueden ser también factores de riesgo.

Para el caso peruano, los modelos satélites proyectan la evolución de las colocaciones, la cartera morosa y los depósitos para un horizonte de doce meses, y se estiman en dos etapas, tanto a nivel del sistema financiero en su conjunto⁸⁰ como a nivel de cada grupo institucional. La estimación de los modelos satélites utiliza las variables macroeconómicas como el nivel de actividad económica, el tipo de cambio y la inflación; así como la información de los balances de comprobación del sistema financiero peruano para el período 2001-2013.

Con base en lo anterior, se construyen siete modelos “satélites” para caracterizar la evolución de los depósitos, los créditos a hogares (créditos de consumo e hipotecarios), a las MYPE (créditos a la micro y pequeña empresa) y al segmento empresarial mayorista (créditos corporativos, a grandes y medianas empresas), así como la cartera morosa de cada uno de estos tres tipos de

78 En el caso de España (2011), se toman las proyecciones macroeconómicas realizadas por el Fondo Monetario Internacional, bajo dos escenarios. El primero contempló un escenario base de alta probabilidad de realización, en donde las variables macroeconómicas mantuvieron su tendencia de los últimos doce meses; y, el segundo, un escenario de estrés, donde las variables macroeconómicas registraron una evolución muy desfavorable (por ejemplo, se contempló caídas en el PBI de 1% para 2011 y de 1,1% para 2012, este escenario tuvo una probabilidad de ocurrencia del 1%).

79 En ese sentido, la literatura empírica ha adoptado diversas aproximaciones para evaluar los factores de riesgo de las IFI. Por ejemplo, Jakubík y Heřmánek (2007) desarrollan un modelo de proyección financiera para República Checa y modelan la cartera deteriorada y las colocaciones (hogares y empresas, por separado); en tanto que, en Chile, Alfaro y Sagner (2011) utilizan el total de las colocaciones y las provisiones como medida del riesgo de crédito.

80 El sistema financiero considera a los siguientes grupos institucionales banca, financieras, cajas municipales, cajas rurales y EDPYMES.

créditos. La estimación por tipo de crédito permite considerar las peculiaridades de cada grupo institucional, en función a su especialización en el mercado de créditos, el cual está segmentando de acuerdo al tipo y tamaño de los prestatarios. A partir de los modelos satélites, se obtienen las proyecciones de las variables financieras anteriormente mencionadas a nivel de cada grupo institucional, en función a su participación de mercado.

C. Proyección de estados financieros

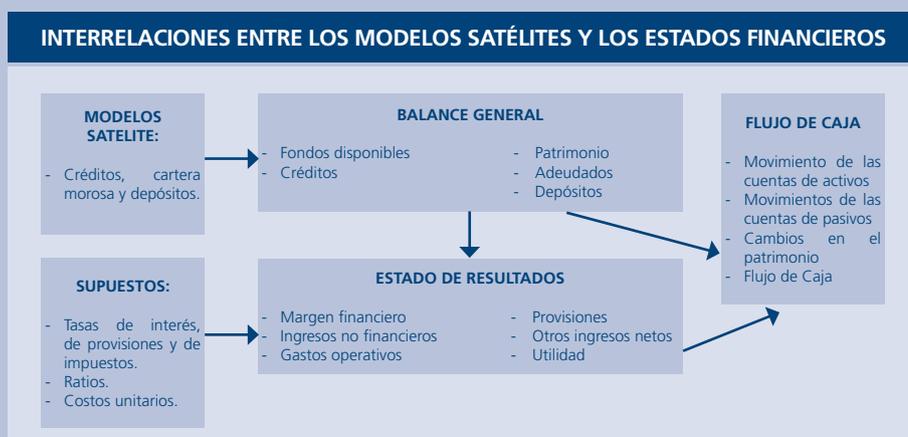
Las proyecciones de las colocaciones, cartera morosa y depósitos a nivel de cada IFI sirven de insumo para proyectar sus estados financieros, los que a su vez incorporan las características del negocio en marcha de las IFI, a fin de reflejar la continuidad del conjunto de políticas y estrategias seguidas por estas entidades en sus actividades.

La proyección del Balance General, el Estado de Resultados y el Estado de Flujo de Caja considera todas las interrelaciones entre las cuentas contables, las que, a excepción de los créditos, depósitos y cartera morosa, siguen una proyección pasiva, esto es, se mantiene el nivel del último mes previo al horizonte de proyección.

No obstante ello, estos estados financieros brindan la flexibilidad para implementar cambios en otras variables financieras como las tasas de interés activas y pasivas, los gastos operativos, aportes de capital, entre otras.

A partir de los estados financieros proyectados, se elaboran los indicadores financieros de solvencia, calidad de activos, eficiencia operativa, rentabilidad y liquidez, a fin de evaluar el futuro desenvolvimiento económico-financiero de una entidad financiera en marcha.

De esta manera, el MPF permite obtener un conjunto de indicadores financieros para los próximos doce meses, bajo los escenarios macroeconómico base y de estrés. Por ejemplo, un menor crecimiento del PBI, llevaría a: i) un incremento en el ratio de cartera morosa y la consiguiente reducción del margen financiero, por los intereses y comisiones dejados de percibir ante; ii) el mayor gasto en provisiones específicas; y, iii) el mayor escudo tributario, por el impuesto a la renta dejado de pagar, ya que el gasto en provisiones específicas amortigua el impacto del aumento de los créditos impagos en el resultado del ejercicio. Ello afectaría, entre otros indicadores, el ROA y el ratio de capital global.





Referencias

- Alfaro y Sagner (2011), "Stress tests for banking sector: a technical note", Working Paper 610, Banco Central de Chile.
- Burrows y otros, "RAMSI: a top-down stress-testing model developed at the Bank of England", Quarterly Bulletin 2012 Quarter 3.
- Čihák (2007). "Introduction to Applied Stress Testing", IMF Working Papers 06/59, International Monetary Fund.
- Informe de Estabilidad Financiera, Banco de España, Noviembre 2011.
- Jakubík y Heřmánek (2007), "Credit risk and stress testing of the banking sector in the Czech Republic", Czech National Bank Report.
- Jones, Hilbers y Slack (2004), "Stress Testing Financial Systems: What to Do When the Governor Calls", IMF Working Papers 04/127, International Monetary Fund.

Anexo 1

CAMBIOS NORMATIVOS

Entre noviembre de 2013 y mayo de 2014 se publicaron diversas normas y proyectos de norma relacionados a la Preservación de la Estabilidad Financiera, la Promoción del Mercado de Capitales, la Reforma del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP) y la Transparencia de la Información y Protección al Consumidor.

Medidas para la Preservación de la Estabilidad Financiera

- i. **Reglamento para el Requerimiento de Patrimonio Efectivo por Riesgo de Crédito (Resolución N° 6826-2013 del 8 de octubre de 2013).** Establece que la categoría de clasificación de riesgo del deudor correspondiente al Riesgo I abarcará los ratings que van desde A+ hasta A, y no solo el rating A+ como se señala en la normativa anterior.
- ii. **Elevación gradual de los límites de inversión en el exterior del portafolio administrado por las AFP, de 36% a 40% (Circular N° 045-2013-BCRP del 15 de diciembre de 2013).** El Directorio del BCRP aprobó elevar progresivamente el límite operativo de inversión en el exterior de los fondos privados de pensiones.
- iii. **Proyecto de Resolución que propone modificaciones normativas relacionadas con los créditos no revolventes con convenio de descuento por planilla (mayo de 2014).** Establece que el componente de provisión procíclica para los créditos de consumo no revolventes que cuenten con convenio de descuento por planilla será 0,25%. Además, incluye nuevos factores de ponderación por riesgo de crédito para los créditos no revolventes con convenio de descuento por planilla, de acuerdo a su vencimiento residual (hasta 4 años, 100%; entre 4 y 5 años, 150%; y, más de 5 años, 250%).

Medidas para la Promoción del Mercado de Capitales

- iv. **Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (Resolución N° 024-2013-SMV/01 del 3 de noviembre de 2013).** Se amplía el universo de empresas que pueden potencialmente acceder al régimen de formatos electrónicos *e-prospectus* y se extiende su empleo a la inscripción de otros instrumentos financieros. Se permitirá que las empresas que realicen una oferta pública primaria en el mercado de valores puedan, en promedio, ver reducidos los plazos de inscripción de sus valores en el Registro Público del Mercado de Valores.





- v. **Reglamento de los Mecanismos Centralizados de Negociación para Valores de Deuda Pública e Instrumentos Derivados de éstos (Resolución N° 028-2013-SMV/01 del 26 de noviembre de 2013).**

Establece los requisitos que deben cumplir los organizadores de los mecanismos centralizados de negociación para valores de deuda pública e instrumentos derivados de éstos (no se incluye los valores emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú) a efectos de obtener su autorización de organización y funcionamiento, las disposiciones a las que deben sujetarse los referidos mecanismos y sus empresas administradoras, así como las normas aplicables a las operaciones que en ellos se realizan o registran.

- vi. **Reglamento de Hechos de Importancia e información Reservada (Resolución N° 005-2014-SMV/01 del 20 de marzo de 2014).** Establece nuevos criterios para calificar a una información como Hecho de Importancia y modifica el plazo en el cual se deberá informar sobre un Hecho de Importancia.

- vii. **Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima (Resolución N° 007-2014-SMV/01 del 24 de abril de 2014).** Se crea la figura del Formador de Mercado, diferenciándola del Agente Promotor, con el fin de generar mayor liquidez en el mercado de valores.

Medidas para la Reforma del SPP

- viii. **Resolución SBS que modifica el Registro de Instrumentos de Inversión y el Proceso de Inversiones de los Fondos de Pensiones (Resolución SBS N° 1293-2014 del 3 de marzo de 2014).**

Transfiere el proceso de registro de los instrumentos de inversión a las AFP, las que determinarán la elegibilidad de los instrumentos y operaciones de inversión, para lo cual deben documentar, entre otros aspectos, lo siguiente: (i) que los documentos requeridos estén acorde con la normativa y prácticas del mercado donde se negocia el instrumento u operación de inversión; (ii) que se haya revisado y analizado cada una de las características, cláusulas y condiciones contractuales aplicables al instrumento u operación de inversión; (iii) que el instrumento u operación de inversión, así como los aspectos vinculados a su colocación o negociación, cumpla con la normativa vigente; y, (iv) que para determinar la elegibilidad del instrumento de inversión se hayan seguido las políticas, manuales y procedimientos establecidos.

Asimismo, clasifica a las subclases de activos y/o tipos de instrumentos u operaciones de inversión en dos grupos: aquellos que no requieren autorización de la SBS y los que están sujetos a una autorización de la SBS para que las AFP los puedan adquirir.

- ix. **Proyecto de Resolución que modifica la normativa de inversiones vinculada a los sublímites aplicables a instrumentos alternativos y los límites de inversión bajo autonomía de las políticas de inversiones de las AFP (marzo de 2014).**

Establece los sublímites de inversión para las inversiones de las AFP como partícipes de los fondos mutuos o de inversión alternativos. Adicionalmente, establece que las AFP podrán invertir en instrumentos de inversión que aún no hayan sido declarados elegibles, hasta por un monto máximo de inversión equivalente al 0,75% del valor de cada tipo de Fondo.

- x. **Proyecto de Resolución que modifica la normativa vinculada a la gestión de riesgos de inversión (marzo de 2014).** Busca fortalecer las responsabilidades que deben cumplir los órganos responsables de la gestión de los riesgos de inversión, tales como el Directorio, el Comité de Riesgos de Inversión y la Unidad de Riesgos de Inversión.

- xi. **Proyecto de Circular que establece la metodología para el cálculo de los límites de inversión aplicados a los instrumentos derivados, considerando el concepto de posición equivalente (marzo de 2014).** Establece la forma de cálculo de la posición equivalente, que varía de acuerdo al tipo de instrumento derivado.

- xii. **Proyecto de Resolución que regula el proceso de registro del nuevo Fondo Tipo 0 y las situaciones que generan la obligación por parte de las AFP de trasladar los recursos de las cuentas individuales de capitalización de los afiliados al fondo de pensiones Tipo 0 ó 1 (marzo de 2014).** Establece que el Fondo Tipo 0 es obligatorio para todos los afiliados al cumplir los 65 años, salvo que el afiliado haya solicitado su cambio al Fondo Tipo 1 ó 2. Asimismo, el Fondo Tipo 1 es obligatorio para los afiliados mayores de 60 y menores de 65 años, salvo que el afiliado haya solicitado su cambio al Fondo Tipo 0 ó 2.

- xiii. **Proyecto de Resolución que modifica el Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (abril de 2014).**

Se incorpora como requisito que la AFP deberá designar, como mínimo, dos directores independientes. Estos directores no deberán estar vinculados con la administración de la AFP, con su grupo económico, ni con los accionistas principales de la AFP, en un periodo mínimo de diez (10) años consecutivos anteriores a su designación. Además, no puede ser designado como director independiente aquel que haya desempeñado la presidencia del directorio de cualquier AFP o de agrupaciones gremiales representativas de las AFP.





Medidas para la Transparencia de la Información y Protección al Consumidor

- xiv. **Constancia de Depósitos u otros productos pasivos de personas fallecidas (Circular SBS N° B-2216-2013 del 15 de noviembre de 2013).** Se facilita que los herederos, debidamente acreditados, puedan solicitar la constancia de depósitos en el sistema financiero a la SBS.

- xv. **Reglamento de Transparencia de Información y Contratación con Usuarios del Sistema Financiero (Resolución SBS N° 1801-2014 del 21 de marzo de 2014).** Busca mayor transparencia y protección a los usuarios del sistema financiero. Así, se establece una distinción entre el pago anticipado (el pago trae como consecuencia la aplicación del monto al capital del crédito, con la consiguiente reducción de los intereses, comisiones y gastos) y el pago adelantado de cuotas (el monto pagado se aplica a las cuotas inmediatamente posteriores a la exigible en el periodo) y se brinda mayor detalle de cómo proceder en cada caso.

Anexo 2

GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Compensación: 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).

MYPE: Micro y pequeñas empresas.

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 REF 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. Es un indicador de dispersión de una muestra de datos.

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, del personal y de 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.





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

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

Transferencia de crédito: 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.