

NOVIEMBRE 2016



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

---



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# **REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

*Noviembre 2016*

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

**REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

Noviembre 2016

Área de Edición e Imprenta

*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2016

## CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
<b>PREFACIO</b> .....	5
<b>I. BALANCE DE RIESGOS</b> .....	7
<b>II. SISTEMA FINANCIERO</b> .....	18
<b>III. EMPRESAS NO FINANCIERAS Y HOGARES</b> .....	37
<b>IV. MERCADO DE CAPITALES</b> .....	49
<b>V. SISTEMAS DE PAGOS</b> .....	63

## ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1: Dinámica de los créditos en moneda extranjera .....	24
Recuadro 2: Lecciones de los sistemas de pensiones de Australia y el Reino Unido .....	57
Recuadro 3: La hipoteca inversa .....	61
Recuadro 4: Actividades de supervisión de los sistemas de pagos en el Perú 2015.....	72
Recuadro 5: Ciberataques a las infraestructuras del mercado financiero .....	74



## Prefacio

La estabilidad financiera y la estabilidad monetaria son condiciones necesarias para el crecimiento sostenido de la economía. Un sistema financiero estable, con capacidad para limitar y resolver los desequilibrios, permite a la moneda del país desempeñar su función como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. La estabilidad monetaria, a su turno, fomenta los planes de largo plazo, facilita una correcta asignación de recursos y evaluación de los riesgos, incentiva el crédito de largo plazo y el desarrollo del mercado de capitales.

El Banco de Inglaterra define un sistema financiero como estable “cuando los choques que emanen de él o se propaguen por él no generen cambios en los planes de ahorro e inversión de los agentes económicos”. Por su parte, el Banco Central Europeo, añade que “es una condición en la que el sistema financiero es capaz de ejecutar adecuadamente todas sus tareas normales y se espera que lo haga así en el futuro predecible”<sup>1</sup>.

Asimismo, resulta clave para la estabilidad financiera contar con una adecuada infraestructura financiera<sup>2</sup>, sustentada en un marco legal y regulatorio que asegure:

- El respeto de los derechos de propiedad.
- El desarrollo de una supervisión y regulación prudencial que incentive la adopción de las mejores prácticas bancarias.
- El desarrollo de un mercado de capitales que cumpla los Principios de Buen Gobierno Corporativo.
- El establecimiento y desarrollo de sistemas de pagos que transmitan, de manera segura y eficiente, los mensajes de pagos entre los participantes por las transacciones que realizan.

En el ejercicio de preservar la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera, el Banco Central de Reserva del Perú realiza una permanente revisión de la fortaleza del sistema financiero y propugna el buen funcionamiento de los mercados monetario, cambiario y de capitales así como de los sistemas de pagos.

Como resultado de esta revisión, el Banco Central de Reserva del Perú publica, desde el año 2007, el Reporte de Estabilidad Financiera (REF) con la finalidad de identificar los riesgos que afectan la estabilidad financiera, ya que choques adversos al sistema

---

1 Oosterloo y Haan, *Central Banks and Financial Stability: A Survey*, Journal of Financial Stability, 2004.

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





financiero 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.

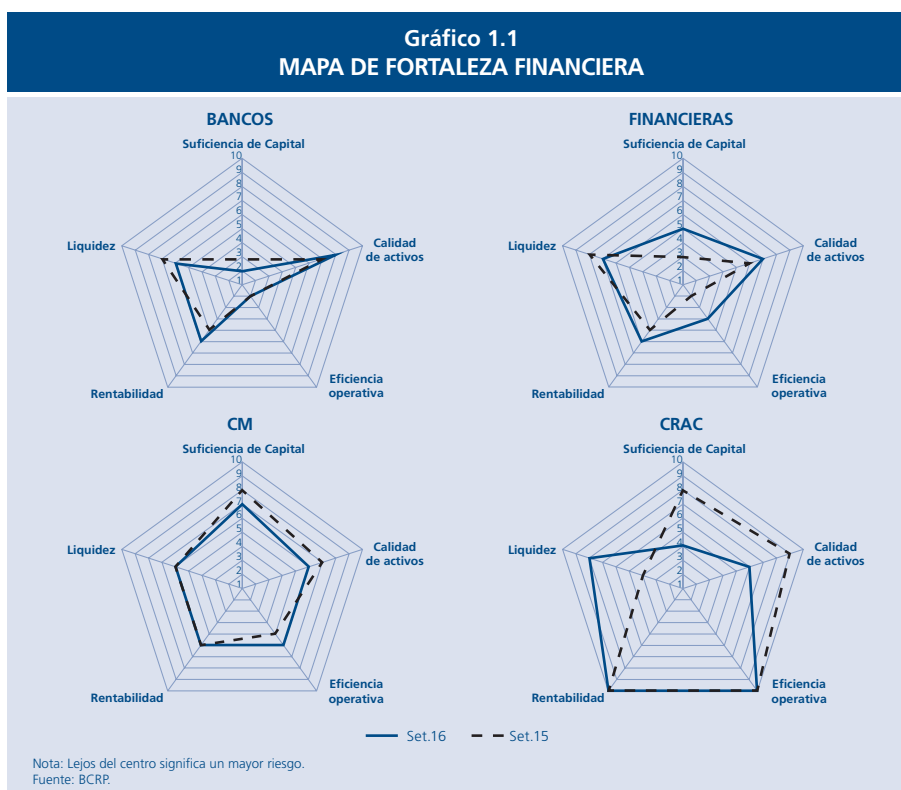
En consecuencia, es de vital importancia evaluar los riesgos financieros para considerar la aplicación de medidas preventivas para contener su impacto en el ámbito monetario y financiero.

Este documento se preparó con información financiera al cierre de setiembre de 2016. El siguiente número se difundirá en mayo de 2017 con cifras a marzo de ese mismo año.

# I. BALANCE DE RIESGOS

- i. **Los indicadores del sistema financiero no evidencian la presencia de riesgos que representen grandes amenazas para la estabilidad financiera.** El sistema puede afrontar con éxito una eventual desaceleración en la tasa de crecimiento económico así como variaciones bruscas en el tipo de cambio

El sistema ha mostrado flexibilidad y rapidez para contener los efectos del menor crecimiento económico sobre la calidad de los activos. Los valores del Indicador de Fortaleza Financiera (IFF) tanto para las instituciones bancarias como las no bancarias han venido disminuyendo (menores valores significan mayor fortaleza), como reflejo de una mayor solvencia del sistema. Ello refleja fundamentalmente los mayores niveles de capitalización, que permitiría a las entidades financieras enfrentar eventuales impactos negativos tanto internos como externos.







Sin embargo, a nivel individual, algunas entidades financieras no bancarias de menor tamaño presentan una situación frágil básicamente por problemas de escala y en algunos casos, de morosidad. No obstante, cabe señalar que la fragilidad de estas instituciones no implica un riesgo sistémico.

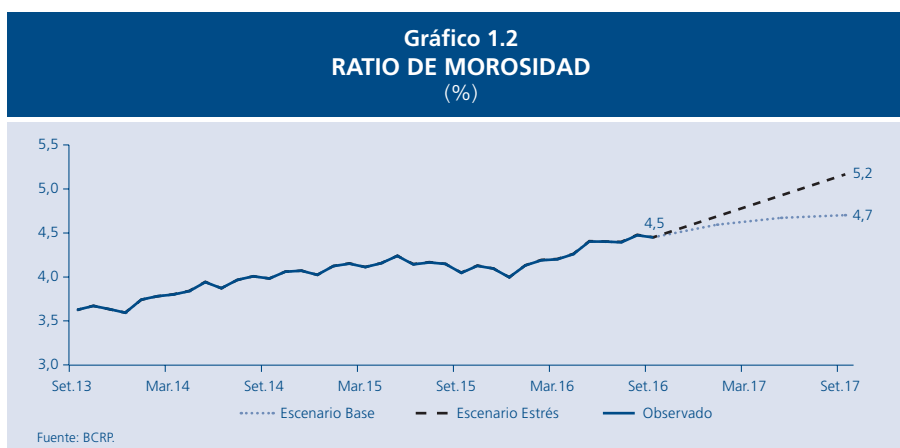
El IFF muestra que los bancos mantienen una posición “solvente”. En cambio; las entidades financieras, las cajas municipales (CM) y las cajas rurales (CRAC) muestran una posición “moderadamente solvente”.

Es relevante mencionar que los bancos, las CM y las CRAC mejoraron sus indicadores de suficiencia de capital global, por la capitalización de las utilidades, la emisión de deuda subordinada y los aportes de capital efectuados por sus accionistas. Asimismo, la mayoría de entidades mantiene adecuados niveles de liquidez. Sin embargo, los niveles de rentabilidad se redujeron en la mayoría de entidades financieras.

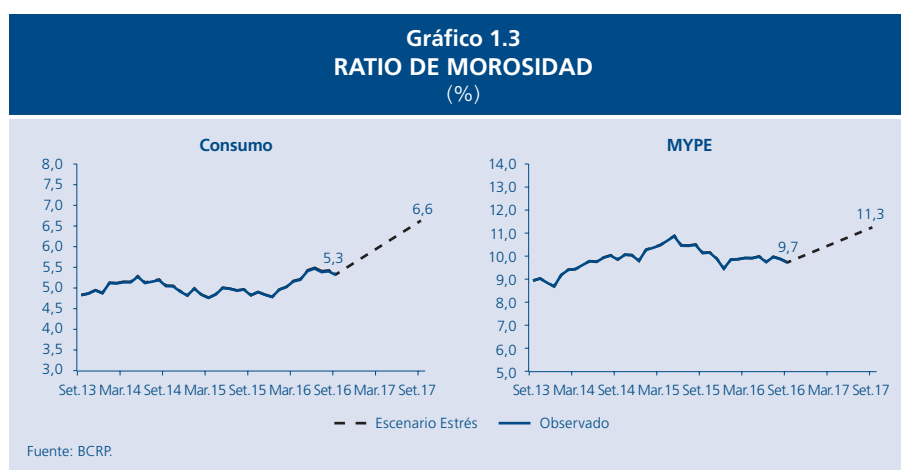
**ii. El sistema financiero tiene la fortaleza financiera para enfrentar con éxito la ocurrencia de escenarios macroeconómicos de severa desaceleración económica y fuerte depreciación de la moneda.**

En el escenario base, se proyecta un crecimiento anual de 4,0% para 2016 y 4,2% para setiembre 2017. En el escenario estrés se asume, en cambio, una fuerte desaceleración en el crecimiento económico, el cual sería de sólo 1,9% para 2016 y 0,2% para setiembre 2017. Adicionalmente se acelera la devaluación a poco más de 15%.

El menor crecimiento de la economía afectaría con mayor intensidad a los hogares y a las empresas de menor tamaño. Asimismo, la depreciación abrupta de la moneda nacional deterioraría la capacidad de pago de los segmentos más dolarizados como son los créditos hipotecarios y vehiculares, así como a los créditos otorgados a las empresas de mayor tamaño.



En el escenario de estrés, los créditos minoristas experimentarían rápidos deterioros en sus indicadores de riesgo de crédito. En los próximos doce meses, el ratio de morosidad llegaría a 6,6% en los créditos de consumo y a 11,3% en los créditos a las micro y pequeñas empresas (MYPE). En ese último segmento, las entidades financieras tomaron medidas correctivas en su política crediticia desde fines de 2013, por lo que atenuaron el crecimiento de los créditos. Sin embargo, desde mediados de 2015, los créditos a las MYPE están incrementando gradualmente su tasa de crecimiento, principalmente en los créditos otorgados por las entidades no bancarias de mayor tamaño y que presentan mayor fortaleza financiera.

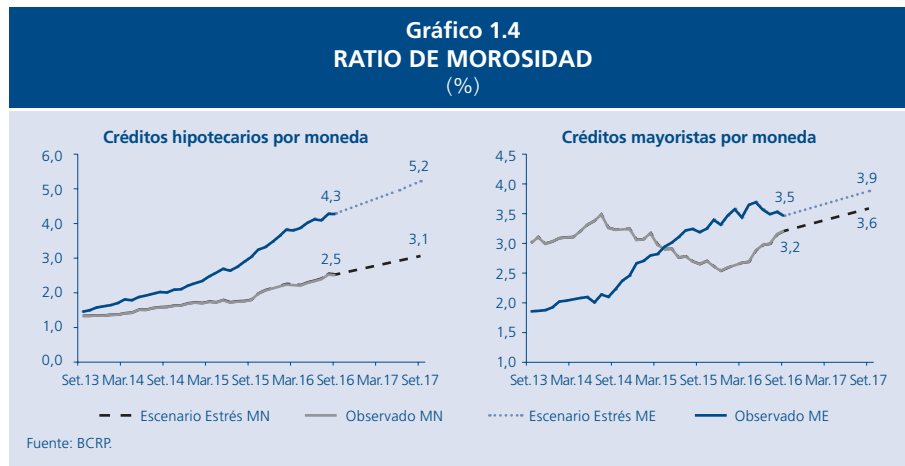


**iii. En el escenario de estrés, el ratio de morosidad aumentaría en los créditos hipotecarios como en los mayoristas, en especial en los préstamos otorgados en moneda extranjera.**

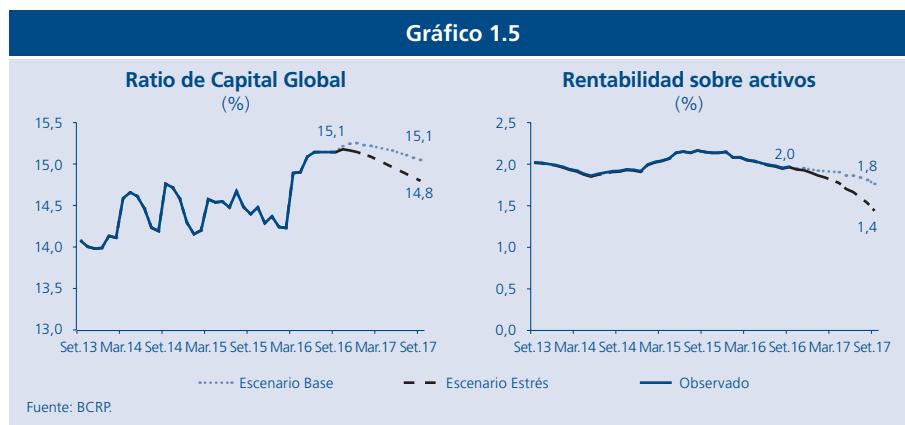
En los créditos hipotecarios, la exposición al riesgo cambiario de los hogares es más relevante, ya que una depreciación de la moneda nacional incrementaría su carga financiera por un largo período (debido al plazo de estos créditos, que puede llegar hasta 30 años).

En los créditos a empresas de mayor tamaño, la morosidad proviene principalmente de las medianas empresas, al ser más sensibles a las fluctuaciones del ciclo económico y al presentar una alta dolarización de su deuda. En cambio, la morosidad de las empresas de mayor tamaño es baja. Estos deudores presentan un alto perfil crediticio, concediendo garantías que respaldan el pago de sus obligaciones. Además, la exposición final al riesgo cambiario de las empresas corporativas y de las grandes empresas es menor que en las medianas empresas, porque un grupo importante de las primeras generan ingresos en dólares y tienen un mayor acceso al mercado de coberturas cambiarias.





- iv. **A pesar del incremento en la morosidad, la situación patrimonial y la rentabilidad de las entidades financieras (en el ejercicio se excluyó a financieras y cajas rurales) se afectarían levemente debido en gran medida a la utilización de las provisiones procíclicas acumuladas en periodos de alto crecimiento económico.**

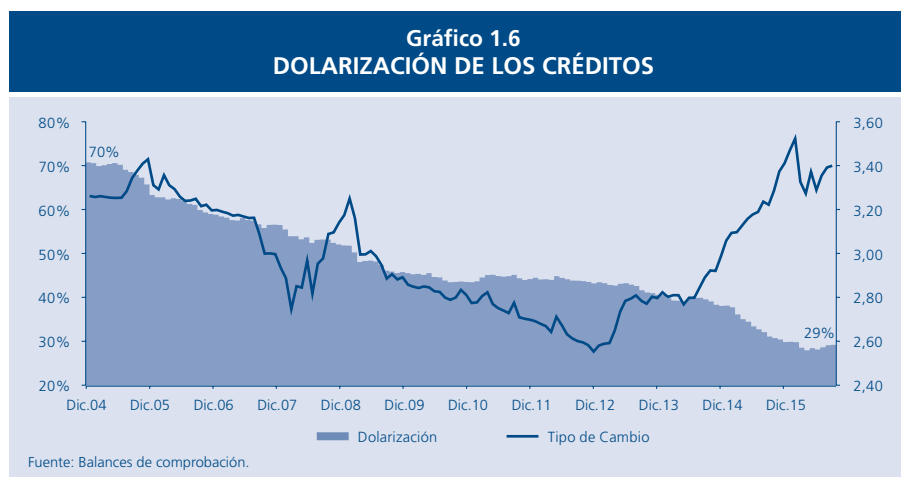


A setiembre de 2016, las provisiones procíclicas ascendieron a S/ 800 millones (4% de las colocaciones). Estas provisiones, que pueden ser utilizadas por las entidades financieras desde noviembre de 2014 para atender el requerimiento de provisiones específicas, se concentran en la banca y su uso sería diferenciado entre los bancos, de acuerdo al deterioro de sus propias carteras. Las entidades no bancarias ya utilizaron la mayor parte de dichas provisiones.

#### Dolarización del Crédito

- v. **La disminución de la dolarización de los créditos hace al portafolio de créditos menos vulnerable a las variaciones cambiarias.** No obstante, el

sistema aún enfrenta el reto de aumentar la dolarización de los depósitos y de los créditos mientras que los deudores en dólares deben continuar el proceso de realizar las coberturas cambiarias pertinentes.



A pesar de la fuerte disminución de la dolarización en el crédito, el riesgo cambiario crediticio ante una fuerte devaluación de la moneda nacional aún persiste. En los últimos tres años, la dolarización del crédito se redujo sustancialmente, como resultado de la aplicación de medidas macroprudenciales, que aunadas a la devaluación experimentada en este periodo y a políticas de autocontrol de las instituciones financieras, desincentivaron la demanda de crédito en moneda extranjera.

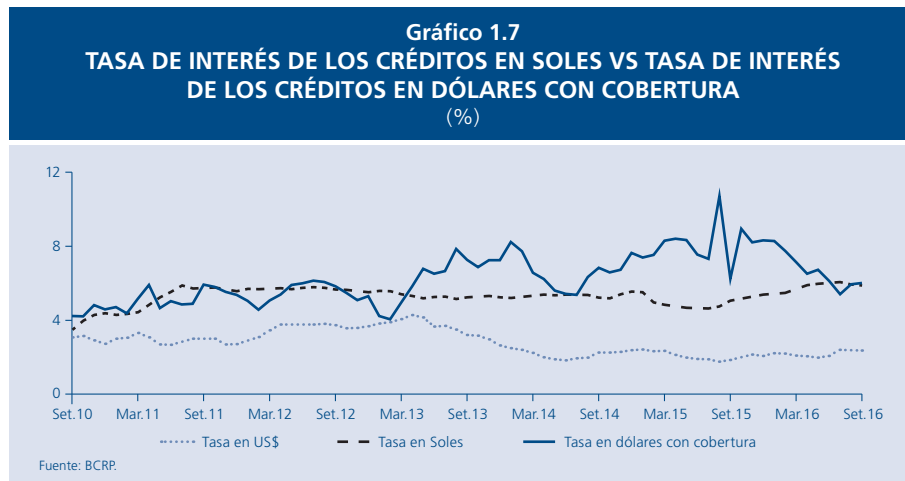
Sin embargo, en el presente año, los créditos en dólares se incrementaron ligeramente y se destinaron principalmente a las empresas que operan en el comercio exterior, las cuales no presentan riesgo cambiario crediticio por percibir sus ingresos en moneda extranjera. Aunque, preocupa que todavía en algunos sectores el ratio de dolarización del crédito se mantenga relativamente alto. Esto no solo porque es probable que ante una devaluación la morosidad sea mayor en los créditos en dólares sino por las consecuencias sobre los ingresos y patrimonios de las empresas e individuos endeudados en dólares, que pudieran tener a su vez efectos de desaceleración en la actividad económica con impactos de segunda vuelta en el sistema financiero. Si bien el primer impacto de una fuerte devaluación no parece poner en riesgo la estabilidad financiera, ya que de acuerdo a nuestro ejercicio de estrés, el sistema financiero lo absorbería sin grandes consecuencias, una contracción adicional, más severa y prolongada en la producción y el consumo, podrían implicar mayores riesgos para la economía y la estabilidad financiera en general.

- vi. **Como muestra el ejercicio de estrés, los efectos de una depreciación brusca de la moneda nacional afectan más a las empresas medianas y a los hogares con créditos hipotecarios que no toman coberturas cambiarias.** Sin embargo, la exposición cambiaria de estos deudores sería menor si toman una cobertura cambiaria.





Es importante tener presente que, en los créditos en dólares sin cobertura cambiaria, la depreciación de la moneda nacional eleva el costo del financiamiento. Sin embargo, si consideramos el costo de la cobertura cambiaria en la tasa de interés en dólares, las empresas que perciben sus ingresos en soles tendrían menos incentivos de exponerse al riesgo cambiario, pues el costo financiero (tasa de interés en dólares más el costo de la cobertura) podría ser similar que el costo financiero del crédito en soles. Esto último se ilustra al observar la evolución de las tasas de interés de los créditos corporativos en soles y en dólares, así como la tasa de interés en dólares con el costo de la cobertura<sup>3</sup>. Inclusive, entre el segundo semestre de 2014 y julio de 2016, el costo financiero de los créditos en dólares con cobertura fue mayor que el costo del crédito en soles.



Por ello, es relevante evaluar medidas de política prudencial adicionales para desincentivar la toma del crédito en dólares a los individuos con descalces de monedas. Por ejemplo, se puede requerir que todos los créditos en dólares destinados a prestatarios que no sean exportadores ni estén vinculados a dicho sector, ni que sean empresas de servicio público (por ejemplo, eléctricas) deban requerir una provisión genérica por el riesgo cambiario crediticio por la porción del crédito que no cuente con cobertura cambiaria.

En la actualidad, las entidades financieras que señalen contar con requerimientos mínimos para identificar, administrar y asignar provisiones por dicho riesgo, no están obligadas a realizar la provisión genérica de 1% para los créditos en moneda extranjera. Como resultado, salvo una, las entidades financieras no están realizando provisiones por riesgo cambiario crediticio bajo dicha reglamentación. Asimismo, se podría elevar aún más los requerimientos de patrimonio efectivo por riesgo cambiario crediticio.

**vii. Algunas empresas que emitieron bonos en el exterior siguen expuestas a eventuales escenarios de volatilidad cambiaria.** No obstante, en el primer

<sup>3</sup> La suma de la tasa de interés en dólares y el diferencial *forward* para operaciones de plazo de un año.

semestre de 2016, esas empresas lograron una mejora en sus indicadores financieros, favorecidas por la apreciación del sol respecto al dólar.

La apreciación del sol en el primer semestre de 2016 impactó positivamente en los resultados financieros de esas empresas pues, en su mayoría, cuentan con una posición de cambio negativa. Un aspecto positivo es que, producto de las pérdidas por diferencia de cambio registradas en los años 2014 y 2015, la mayoría de ellas viene cubriendo su exposición cambiaria, parcial o totalmente, a través de instrumentos derivados.

Además, un grupo de estas empresas viene realizando operaciones de recompra de sus emisiones internacionales, lo cual aminora aún más las potenciales pérdidas por diferencia de cambio. Ello puede ser particularmente útil en un contexto en que se prevé que la Reserva Federal decida subir su tasa de interés de referencia antes del cierre de este año.

### Mercado de Capitales

- viii. **El mercado de capitales doméstico aún mantiene características estructurales de poca profundidad y escasa liquidez.** Estas características se reflejan en el nivel medio bajo del Indicador del Grado de Desarrollo del Mercado de Capitales (IGDMC).



**Cuadro 1.1**

Factores	REF May.16	REF Nov.16*
Profundidad	3	3
Liquidez	1	1
Inversionistas Institucionales	2	2
Institucionalidad	3	3
Sofisticación	5	5
Fortaleza Financiera de las Empresas No Financieras	4	4
<b>Promedio</b>	<b>3</b>	<b>3</b>

\* Los indicadores fueron actualizados a setiembre de 2016.





Con la última información disponible, el IGDMC obtiene la calificación de 3, sobre un máximo de 10, similar a la registrada en el Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2016. La calificación obtenida refleja la escasa liquidez del mercado, el tamaño relativamente pequeño de los portafolios administrados por los inversionistas institucionales locales y la alta proporción de activos líquidos en sus portafolios.

En particular, si bien en junio de 2016 *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) decidió mantener a la Bolsa de Valores de Lima (BVL) en su índice de mercados emergentes, una lenta recuperación de la liquidez del mercado de valores local podría llevar a que esa decisión sea reevaluada en el caso que la BVL deje de cumplir con los requisitos mínimos para ser clasificada como mercado emergente. En la eventualidad que la BVL fuera reclasificada como mercado frontera por MSCI, ello podría llevar a una potencial salida de capitales de inversionistas extranjeros.

Se espera que, en un mediano plazo, las iniciativas de promoción que prevé implementar el gobierno generen incentivos para el desarrollo de este mercado, atrayendo la participación de más empresas (grandes y medianas) como emisores de valores y de las personas naturales como inversionistas<sup>4</sup>. En esa línea, recientemente se ha extendido la exoneración del impuesto a la renta a las ganancias de capital por la enajenación de instrumentos de renta fija, además de acciones, y se ha ampliado el plazo temporal de exoneración por un año más (hasta diciembre de 2019).

El nivel de institucionalidad en el Perú se mantiene en un nivel bajo para el año 2016 (valor de 3 en el IGDMC), similar al del año anterior. De acuerdo al último Reporte de Competitividad Global elaborado por el *World Economic Forum* para el período 2016-2017, sólo se registró una mejora en el subindicador de Crimen y Corrupción, mientras que los demás subindicadores que conforman el grado de institucionalidad se mantuvieron sin cambios respecto al REF previo.

El grado de sofisticación del mercado de capitales peruano continúa registrando un nivel medio bajo. Los segmentos menos desarrollados son los de renta variable y de instrumentos derivados. Desde el último REF, no hubo avance alguno en ninguno de los segmentos que se evalúan como parte de este indicador.

La fortaleza financiera de las empresas corporativas se mantiene relativamente estable (nivel medio de 4), pese a que los indicadores que lo conforman registraron resultados mixtos en el primer semestre de 2016<sup>5</sup>.

- 
- 4 Tales como la viabilidad de crear un Programa de Creadores de Mercado para las letras del Tesoro, desarrollar un módulo de subastas de bonos y letras del Tesoro, flexibilizar los requisitos para la emisión de deuda o la negociación de acciones, internacionalizar el mercado de capitales local, promover el Mercado Integrado Latinoamericano, entre otros.
- 5 Para la construcción de los indicadores y su correspondiente calificación, se han usado observaciones de los estados financieros, para el período diciembre 1992 - junio 2016, correspondientes a las empresas que están obligadas a reportar su información financiera a la SMV. La ventaja de contar con una base de datos extensa en el tiempo es que se recogen indicadores financieros correspondientes a diferentes ciclos de expansión (1993-1997, 2002-2007) y de contracción económica (1998-2001, 2008-2009 y el actual ciclo iniciado en 2010).

El subfactor de crecimiento y rentabilidad registra una mejora, destacando la recuperación de las ventas de las empresas y la mayor rentabilidad sobre el capital. Asimismo, los indicadores de solvencia financiera reflejan un manejo adecuado de la deuda que ha permitido mejorar los ratios de deuda sobre utilidad operativa y de cobertura de intereses, pese a la menor utilidad operativa. Sin embargo, el nivel de apalancamiento aumentó ligeramente aunque se mantiene, en promedio, por debajo de 1.

Por su parte, el subfactor liquidez se ha visto afectado por el incremento de los pasivos corrientes (el ratio de prueba ácida pasó de 0,86 veces en diciembre de 2015 a 0,77 veces en junio de 2016).

Los indicadores de ciclo de negocios se mantienen en niveles adecuados por lo que se infiere que continúa un adecuado funcionamiento de la cadena de pagos de la economía. En el primer semestre de 2016, el indicador del ciclo operativo de negocios mostró un incremento, de 30 a 46 días, reflejando el mayor plazo en que las empresas realizan sus cuentas por cobrar (de 31 a 38 días) y en el que rotan sus inventarios (de 73 a 81 días), a pesar de que el plazo promedio de pago a proveedores se mantuvo invariable (74 días).

En el futuro, la promoción de las operaciones de *factoring* que prevé implementar el gobierno puede contribuir a que las empresas mejoren el plazo de realización de sus cuentas por cobrar. Asimismo, las expectativas favorables respecto a un mayor dinamismo de la economía pueden fomentar una mayor rotación de los inventarios.

**ix. Los recientes cambios normativos en el Sistema Privado de Pensiones (SPP)<sup>6</sup> pueden impactar negativamente en el rol de los fondos de pensiones como inversor institucional e impulsor del desarrollo del mercado de capitales.** En la atención de los retiros de fondos, las AFP deberán tener un portafolio más líquido lo que implicará disminuir la demanda por instrumentos de deuda de largo plazo, usualmente asociados a la financiación de proyectos de inversión, lo que impactará en la rentabilidad del portafolio.

A fines de setiembre, la SBS informó que poco más de 45 mil afiliados al SPP habían solicitado el retiro del 95,5% de su Cuenta Individual de Capitalización (CIC). Asimismo, a inicios de octubre, más de 19 mil afiliados ya tenían aprobada la solicitud de entrega del 25% de su CIC con el fin de pagar la cuota inicial o amortizar un crédito hipotecario para la adquisición de un primer inmueble. Casi la totalidad de estas personas (alrededor del 95%) planea destinar los fondos para amortizar un crédito hipotecario vigente.

---

6 La Ley N° 30427 (vigencia desde el 22 de abril de 2016) permite al afiliado, al cumplir los 65 años o al acceder al Régimen Especial de Jubilación Anticipada, la libre disposición del 95,5% de la Cuenta de Capitalización Individual (CIC). La Ley N° 30478 (vigencia desde el 30 de junio de 2016) le permite, en cualquier momento de su afiliación, disponer de hasta el 25% de su CIC para pagar la cuota inicial o amortizar un crédito hipotecario para la compra de un primer inmueble.







En cuanto a los fondos retirados y con información a cierre de octubre, las AFP han entregado S/ 3 993 millones a los afiliados en edad de jubilación por el retiro de hasta el 95,5% de la CIC y S/ 1 004 millones por efecto de la disposición de hasta el 25% de la CIC para pagar la cuota inicial o amortizar un crédito hipotecario para la adquisición de un primer inmueble.

La recomposición en el horizonte de inversión de los portafolios que administran, para privilegiar liquidez, desvirtúa la naturaleza de la cartera de inversiones de las AFP, que debe estar orientada a la búsqueda de rentabilidad en un horizonte de largo plazo. Asimismo, restaría fuerza a las AFP como inversionistas institucionales y podría ralentizar aún más el desarrollo del mercado de capitales.

Otro factor a analizar es el destino al que se están dirigiendo los recursos retirados por los afiliados. Según encuestas realizadas por las propias AFP, el 10,8% de esos fondos se invertiría en productos financieros<sup>7</sup>; el 45,5%, en un negocio; y el 13,4%, a pagar deudas. Ello podría conllevar futuras presiones sociales para cubrir las demandas de aquellas personas jubiladas que, luego de retirar el 95,5% de su fondo de pensiones, hayan malgastado y/o perdido sus fondos.

Es importante tener presente que en la medida que los fondos retirados no se usen para el fin previsional para el que fueron constituidos puede también generar un efecto riqueza negativo (pobreza) en dichos afiliados, de modo que demanden en el futuro recursos fiscales para su subsistencia.

El retiro anticipado de fondos del SPP puede afectar negativamente al desarrollo de los fondos de inversión especializados en infraestructura. Las AFP tendrán que ser más cautelosas al realizar inversiones de largo plazo, tales como las inversiones en proyectos de infraestructura, cuyos retornos son más altos pero de reducida liquidez. Además, la menor oferta de fondos disponibles para infraestructura podría retardar el desarrollo de diversos proyectos (viales, de servicios, etc.) debido a que los desarrolladores tendrán que buscar fuentes alternativas de financiamiento, probablemente del exterior, por lo que tendrán que captar recursos en moneda extranjera para financiar proyectos de largo plazo que generarán flujos de ingresos en moneda nacional.

**x. El ingreso de capitales hacia activos de economías emergentes, especialmente renta fija, observado desde julio podría revertirse en un escenario de prolongada aversión al riesgo.**

El apetito por estos activos se debe a la estabilidad de los precios de los *commodities*, la menor incertidumbre con respecto a la economía de China y las expectativas acerca de la aplicación de políticas monetarias laxas por tiempo prolongado por parte de los bancos centrales más importantes. Sin embargo, el cambio en las

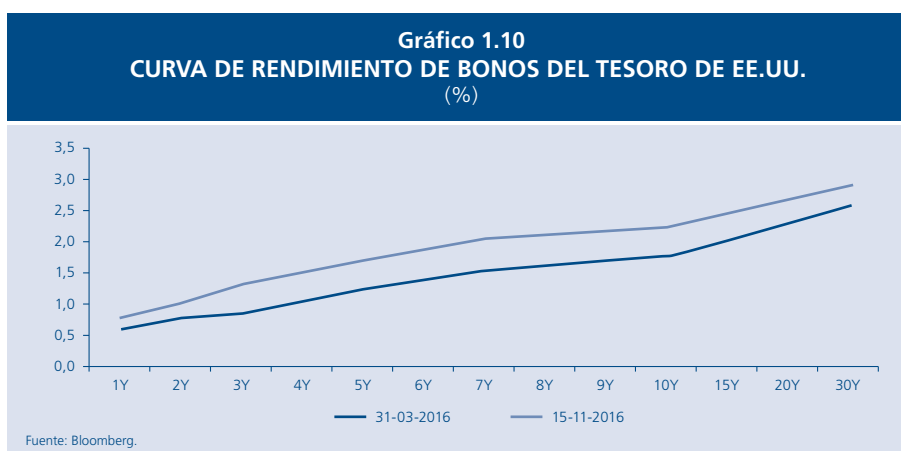
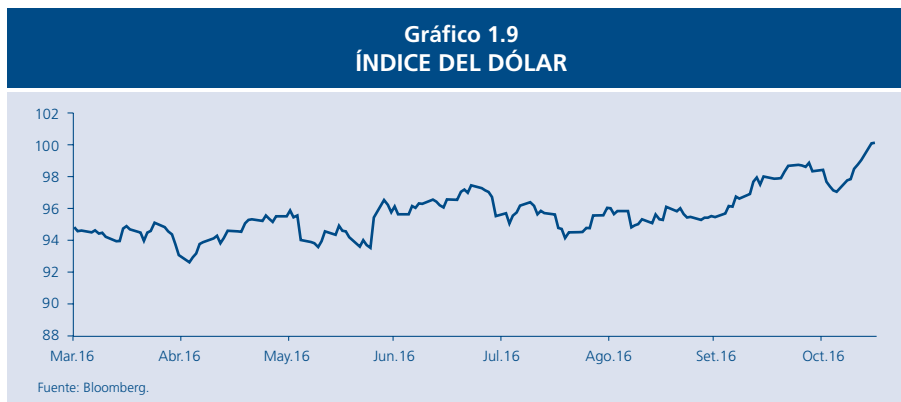
---

<sup>7</sup> Se ha generado una agresiva competencia por parte de las entidades financieras para captar una porción de dichos recursos, al punto que algunas entidades vienen ofreciendo tasas de interés pasivas por encima de 8%.

expectativas con respecto a estos hechos o el aumento del riesgo político global podría llevar a una reversión de estos flujos. La salida de capitales podría tener efectos negativos en el valor de los activos de países emergentes y en sus tipos de cambio. La disminución de estas inversiones por parte de los no residentes podría generar una disminución en el valor de estos activos, debido a su baja liquidez. El efecto final dependerá de las compras que efectúen los inversores institucionales locales (principalmente las AFP) para absorber la oferta de los no residentes.

Además, la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América de incrementar su tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos en su reunión de diciembre de 2016 puede generar condiciones más estrictas de financiamiento y mayor volatilidad en los mercados financieros globales, en la medida que siga incrementando su tasa de interés de referencia a un ritmo mayor que el esperado, lo que finalmente podría llevar a una salida de capitales de las economías emergentes.

Esta situación ha traído como consecuencia un empinamiento de la curva de rendimiento de los Bonos del Tesoro Americano y un incremento del valor del dólar respecto a otras monedas.





## II. SISTEMA FINANCIERO

1. El sistema financiero mantiene una posición financiera estable y cuenta con niveles holgados de capital que le permitirían afrontar potenciales contingencias ante eventuales deterioros en el escenario macroeconómico.

**Cuadro 2.1**  
**PRINCIPALES INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO**

	Índice de Fortaleza Financiera (IFF) 1/		Patrimonio Efectivo (% de los APR <sup>2/</sup> )		Cartera Morosa (% del crédito)		Gastos Operativos (% del activo)		Utilidades (% del activo)		Activos líquidos (% de los pasivos de corto plazo, en S/)	
	Set.15	Set.16	Jul.15	Jul.16	Set.15	Set.16	Set.15	Set.16	Set.15	Set.16	Set.15	Set.16
<b>Sistema Financiero</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>14,4</b>	<b>15,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>26,0</b>	<b>28,3</b>
Bancos	5,0	4,8	14,3	15,1	3,6	4,1	3,4	3,0	2,2	1,9	26,0	30,4
Financieras	6,0	6,6	17,5	16,5	7,5	8,1	13,1	12,7	2,6	2,4	19,9	20,5
Cajas Municipales	6,4	6,2	14,5	15,4	8,4	7,8	8,6	8,8	2,0	2,0	29,2	28,9
Cajas Rurales	8,2	7,6	17,0	18,0	8,7	7,3	14,7	14,4	-0,6	-0,5	37,3	19,0

1/ El IFF toma valores discretos entre 1 y 10, de forma que los valores entre 1 y 5 denotan una posición financiera "solvente"; entre 5 y 8, una posición "moderadamente solvente"; y, entre 8 y 10, una posición financiera "menos solvente".  
2/ Última información disponible del patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo (APR) en el portal de Internet de la SBS.  
Fuente: Balances de comprobación y SBS.

La **banca** mejoró sus niveles de suficiencia de capital<sup>8</sup>, por la capitalización de utilidades y la emisión de bonos subordinados. Asimismo, aumentó su eficiencia operativa por el crecimiento de sus créditos a empresas corporativas. Además, los bancos redujeron su dependencia del financiamiento del exterior, a favor de los depósitos del público y de las operaciones de reporte con el BCRP que tienen plazos de hasta cinco años. Ello reduce la exposición de la banca ante eventuales turbulencias en los mercados financieros internacionales.

Las **financieras**, en conjunto, presentan los más altos indicadores de rentabilidad en el sistema financiero. Sin embargo, algunas registran pérdidas en el año 2016, aunque vienen saneando su cartera con el apoyo patrimonial de sus accionistas.

Las **cajas municipales** incrementaron su base patrimonial por la capitalización de las utilidades generadas durante el año y de ejercicios anteriores, por la emisión de deuda subordinada, por la emisión de acciones preferentes y por los aportes de capital efectuados por sus accionistas. A nivel individual, sin embargo, se

8 Los bancos cuentan con un capital global adicional al mínimo requerido de S/ 14,9 mil millones (S/. 17,4 mil millones para el conjunto del sistema financiero). Parte de este exceso cubre los requerimientos vigentes de patrimonio efectivo adicionales establecidos por la Resolución SBS N° 8425-2011.

observa que las cajas de menor tamaño muestran un bajo crecimiento o inclusive contracción en sus colocaciones, dado el deterioro en la calidad de la cartera.

Las **cajas rurales** mejoraron su situación financiera por el proceso de consolidación observado en los últimos años y por los aportes de capital efectuados por sus accionistas. Sin embargo, la baja escala de operaciones no les permite cubrir sus gastos operativos ni sus provisiones. Por ello, se espera que en los próximos meses continúe el proceso de consolidación.

2. **El ratio de morosidad de los créditos se elevó ligeramente en los últimos doce meses, siendo los segmentos más afectados los de medianas empresas, consumo e hipotecario.** El deterioro observado en la calidad de los créditos se explica, en parte, por el menor crecimiento de la actividad económica de los últimos años.

**Cuadro 2.2**  
**RATIO DE CARTERA MOROSA POR SEGMENTO**  
(%)

	Sistema			Banca			Financieras		
	Set.14	Set.15	Set.16	Set.14	Set.15	Set.16	Set.14	Set.15	Set.16
<b>Total</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>
Corporativos	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Grandes empresas	1,0	1,5	1,8	1,0	1,5	1,8	28,4	18,4	22,4
Medianas empresas	6,6	7,9	9,2	6,4	7,7	9,1	6,8	5,6	5,9
Pequeñas empresas	11,0	11,7	11,3	10,3	12,0	12,1	10,7	11,0	10,6
Microempresas	6,9	6,1	5,7	4,5	3,8	3,6	6,4	6,3	5,7
Consumo	5,0	4,8	5,3	4,9	4,8	5,2	7,4	5,8	7,9
Hipotecarios	1,7	2,1	3,0	1,7	2,1	2,9	4,5	4,8	5,8

	CM			CRAC		
	Set.14	Set.15	Set.16	Set.14	Set.15	Set.16
<b>Total</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>
Medianas empresas	8,7	11,7	11,8	11,4	9,7	1,2
Pequeñas empresas	12,1	11,3	10,0	12,0	11,4	9,7
Microempresas	8,8	7,9	7,4	7,3	8,2	7,3
Consumo	3,7	3,8	4,0	5,2	5,0	4,7
Hipotecarios	2,1	2,4	3,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: Balances de comprobación.

Desde el año 2014, las entidades financieras están adoptando medidas correctivas en su política crediticia para mejorar la selección de deudores y lograr una recuperación más eficiente de la cartera. Algunas entidades ajustaron sus modelos de selección de deudores y fortalecieron sus áreas de cobranzas y de riesgos, mientras que otras se reorganizaron internamente para salvaguardar la calidad de la cartera.

Como resultado de esas medidas y por la disminución en el ritmo de actividad económica, en los últimos doce meses, la tasa de crecimiento anual de los créditos del sistema financiero se ha desacelerado, con más intensidad en los segmentos de consumo y de las empresas de menor tamaño.

En las empresas de menor tamaño, se observa que los créditos deteriorados provienen principalmente de los sectores de construcción, actividades inmobiliarias,





transportes y comercio. Además, en el segmento de las MYPE, las medidas correctivas en la política crediticia han llevado a que los créditos muestren una dinámica diferenciada por grupo de entidades en los últimos doce meses: una aceleración de la tasa de crecimiento anual en las entidades no bancarias (de 4% a 8,7%) y un estancamiento en la banca (-0,2%).

En los créditos de consumo, el ratio de morosidad aumentó en los últimos doce meses, pese a los castigos de cartera efectuados que fueron equivalentes al 6% de las colocaciones (versus 5,7% en similar período del año anterior). En ese mismo período, la tasa crecimiento anual de los créditos de consumo se redujo, con más intensidad en los préstamos otorgados en la modalidad de tarjetas de crédito.

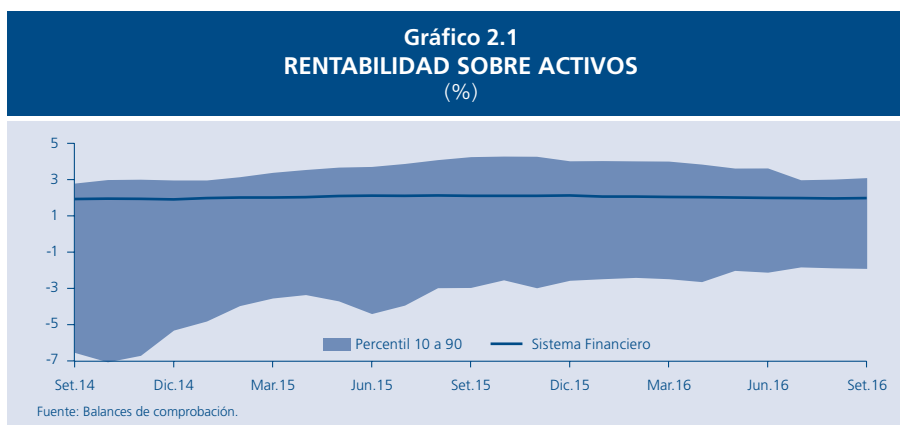
**3. La rentabilidad del sistema se redujo ligeramente como consecuencia del menor margen financiero, que fue parcialmente compensado por la mejora en la eficiencia operativa.**

**Cuadro 2.3**  
**RENTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(% del activo, últimos 12 meses)

	Sistema		Banca		Financieras		CM		CRAC	
	Set.15	Set.16	Set.15	Set.16	Set.15	Set.16	Set.15	Set.16	Set.15	Set.16
Margen financiero	7,5	6,9	6,5	6,0	21,2	21,0	14,0	13,8	17,0	16,2
Ing. netos por servicios financieros	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,3	0,0	0,1	-0,5	-0,4
Gastos operativos	4,0	3,7	3,4	3,0	13,1	12,7	8,6	8,8	14,7	14,4
Provisiones	1,7	1,7	1,5	1,5	5,7	6,5	2,6	2,3	2,8	2,4
Otros <sup>1/</sup>	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,7	-0,8	-0,8	0,4	0,7
ROA	2,1	1,9	2,2	1,9	2,6	2,4	2,0	2,0	-0,6	-0,5
ROE	20,6	18,4	21,7	19,3	15,9	14,2	14,8	14,7	-3,3	-2,5

1/ Considera ingresos y gastos extraordinarios, resultados de ejercicios anteriores e impuesto a la renta.  
Fuente: Balances de comprobación.

En la banca, la reducción del margen financiero se debió a la mayor participación de los créditos corporativos en la estructura del activo, los cuales son los créditos de menor margen. Sin embargo, la mayor participación de esos créditos permitió la mejora de la eficiencia operativa.



En las CM y en las CRAC, la disminución del margen financiero se debió a la disminución de las tasas de interés de los créditos a las MYPE. Además, las financieras registraron mayores gastos en provisiones. En el caso de las CRAC, las pérdidas se deben, sobre todo, a la baja escala operativa en la que operan, desarrollando sus actividades en niveles inferiores a los de su punto de equilibrio.

Es importante señalar que el número de entidades financieras que registran pérdidas se redujo en los dos últimos años. Ello se debe a que algunas entidades revirtieron sus pérdidas producto de los procesos de consolidación efectuados y de la implementación de medidas correctivas en su política crediticia.

- 4. El nivel de dolarización de los depósitos es aún elevado en relación al de las colocaciones (45% versus 29,3%, respectivamente).** Por ello, tanto las autoridades como las entidades del sistema financiero tienen el reto de seguir implementando medidas adicionales para incentivar la solarización de los depósitos.

Cuadro 2.4 PRINCIPALES FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO <sup>1/</sup> (Millones de S/)								
	Set. 14	Set. 15	Dic. 15	Set. 16	Set. 15/Set. 14		Set. 16/Set. 15	
					Flujo	Var. %	Flujo	Var. %
<b>Depósitos Totales</b>	<b>214 016</b>	<b>230 079</b>	<b>235 564</b>	<b>237 258</b>	<b>16 062</b>	<b>7,5</b>	<b>7 179</b>	<b>3,1</b>
Moneda Nacional	110 385	110 618	118 782	130 444	233	0,2	19 826	17,9
Moneda Extranjera	103 631	119 461	116 782	106 814	15 829	15,3	-12 647	-10,6
En US\$	30 552	35 218	34 429	31 490	4 667	15,3	-3 728	-10,6
Operaciones de reporte con BCRP	9 098	30 361	28 856	29 816	21 263	233,7	-546	-1,8
Adeudados con el Exterior	42 341	39 588	38 208	34 566	-2 753	-6,5	-5 022	-12,7
En US\$	11 946	11 145	10 774	9 718	-801	-6,7	-1 427	-12,8
Valores emitidos	19 091	19 956	19 630	19 359	865	4,5	-598	-3,0

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio contable de setiembre de 2016 (S/ 3,400 por US\$ 1).  
Fuente: Balances de comprobación.

- 5. El sistema financiero redujo su dependencia del financiamiento del exterior y aumentó la participación de los depósitos y de las operaciones de reporte con el BCRP en la estructura de sus pasivos.** Las operaciones de reporte con el BCRP no representan una mayor exposición del sistema financiero al riesgo de liquidez, pues constituye un financiamiento de mediano plazo.

- Los adeudados con el exterior se contrajeron en los últimos doce meses por la decisión de los propios bancos de no renovar tales adeudados ante la menor necesidad de financiamiento para los créditos en dólares.
- El saldo de los valores emitidos se redujo por el vencimiento de bonos corporativos denominados en moneda extranjera, emitidos entre julio de 2012 y enero de 2013.





- Los depósitos crecieron en 3,1% en los últimos doce meses, un ritmo menor al registrado en el mismo periodo del año anterior.

La evolución de los depósitos es diferente por monedas. En moneda nacional, crecen en 17,9% anual, mientras que en moneda extranjera se reducen (10,6% anual). Con ello, el ratio de dolarización de los depósitos pasó de 51,9% en setiembre de 2015 a 45% en setiembre de 2016. Un factor que contribuyó a esta dinámica fue la disminución de la dolarización de los depósitos de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) que, entre abril y setiembre de 2016, pasó de 82,7% a 54,5%. Ello en respuesta a una mayor demanda en soles para afrontar eventuales retiros de los jubilados (hasta el 95,5% de sus fondos de pensiones) y de los afiliados (hasta 25% de los fondos para la compra de un primer inmueble).

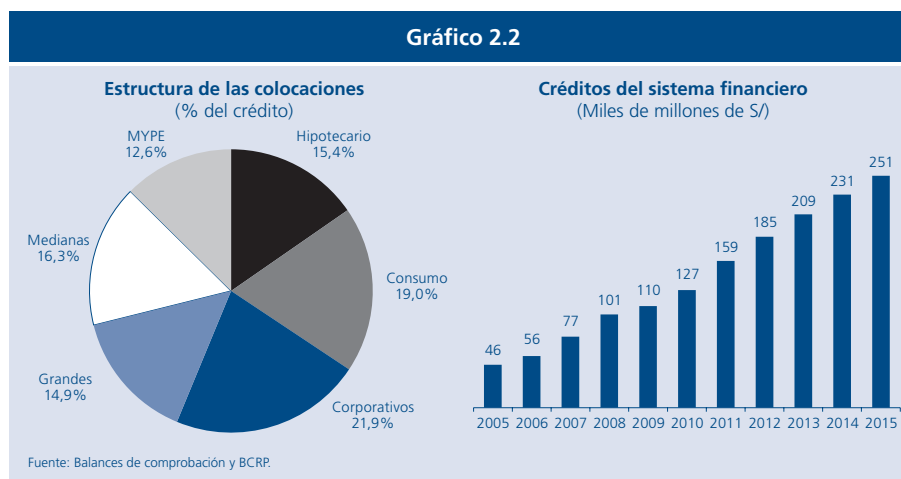
- Las operaciones de reporte de monedas con el Banco Central se redujeron levemente en los últimos doce meses. Estas operaciones son parte de las medidas implementadas por el Banco Central para desincentivar el otorgamiento de créditos en moneda extranjera y registran plazos de hasta cinco años.

- 6. Las tasas de interés de los depósitos de ahorro y a plazo en moneda nacional aumentaron en los últimos doce meses.** Ello está en línea con la estrategia adoptada por algunas entidades financieras para poder captar los eventuales retiros de dinero de las AFP. Entre los productos disponibles en el mercado, destaca los depósitos a plazo que hacen explícita la opción de pago periódico de intereses.

Cuadro 2.5 TASA PASIVA PROMEDIO ANUAL DEL SISTEMA FINANCIERO <sup>1/</sup>						
	Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
	Ahorro	Plazo <sup>2/</sup>	CTS	Ahorro	Plazo <sup>2/</sup>	CTS
Setiembre 2014	0,39	5,59	5,34	0,21	0,87	2,19
Setiembre 2015	0,44	4,54	4,68	0,17	0,60	1,68
Diciembre 2015	0,43	4,75	3,73	0,17	0,66	1,40
Setiembre 2016	0,47	5,21	4,36	0,16	0,56	1,55

1/ Tasas calculadas como promedio ponderado de las tasas de interés reportadas por las entidades financieras.  
2/ Corresponde a los depósitos a plazo mayor a 360 días.  
Fuente: SBS.

- 7. Las colocaciones del sistema financiero continúan creciendo aunque a un ritmo decreciente (de 9,9% en setiembre de 2015 a 5% en setiembre de 2016),** dado el menor crecimiento económico y las medidas correctivas en la política de créditos implementadas por la mayoría de entidades financieras.



La importancia del sistema financiero creció significativamente en los últimos 10 años, favorecida por el marco regulatorio estable y un entorno macroeconómico favorable.

Las colocaciones están relativamente diversificadas por segmento, con tendencia de un mayor crecimiento de los créditos otorgados a las empresas mayoristas y al segmento hipotecario.

**8. La vulnerabilidad del sistema financiero al riesgo cambiario crediticio ha disminuido de manera relevante y se refleja en la sostenida desdolarización del crédito desde el año 2004.**

Entre diciembre de 2004 y setiembre de 2016, el ratio de dolarización de los créditos se redujo significativamente, como resultado de la estabilidad monetaria y de la implementación de las medidas prudenciales por parte del BCRP y la SBS para desincentivar el crédito en dólares. Aunque, los niveles de dolarización del crédito aún son altos si consideramos que el crédito en dólares no expuesto al riesgo cambiario crediticio fluctúa entre 20% y 25% de los créditos en dólares.

Cabe resaltar que, en el año 2016, el ratio de dolarización de los créditos se incrementó ligeramente, principalmente por los préstamos para operaciones de comercio exterior, los cuales no están expuestos al riesgo cambiario crediticio.







### Recuadro 1 DINÁMICA DE LOS CRÉDITOS EN MONEDA EXTRANJERA

En el año 2016, los créditos en moneda extranjera aumentaron en US\$ 264 millones, revirtiendo su contracción observada durante el año anterior. La dinámica por segmentos es diferenciada, por un lado los créditos otorgados a las empresas se incrementaron en US\$ 603 millones; en cambio, los créditos a los hogares se redujeron en US\$ 339 millones.

En el segmento de las empresas, se observa un incremento de los créditos a grandes empresas pero sobre todo a los corporativos y una contracción en las medianas empresas y en las MYPE.

En el año 2016, el aumento de los créditos en dólares a las empresas se explica principalmente por los préstamos otorgados para operaciones de comercio exterior.

Cabe señalar que los bancos no afrontaron requerimientos adicionales de encaje por esta expansión de los créditos en dólares. De acuerdo al Programa de Desdolarización puesto en marcha por el BCRP a fines de 2014<sup>9</sup>, los créditos de comercio exterior están excluidos del cálculo de dichos requerimientos.

CRÉDITOS EN MONEDA EXTRANJERA DEL SISTEMA FINANCIERO (Millones de US\$)								
	Dic. 14	Ago. 15	Dic. 15	Ago. 16	Flujo		Var. %	
					Dic. 15/Dic. 14	Ago. 16/Dic. 15	Dic. 15/Dic. 14	Ago. 16/Dic. 15
<b>Total</b>	<b>28 080</b>	<b>23 982</b>	<b>22 109</b>	<b>22 373</b>	<b>-5 971</b>	<b>264</b>	<b>-21,3</b>	<b>1,2</b>
<b>A Empresas:</b>	<b>22 944</b>	<b>19 678</b>	<b>18 099</b>	<b>18 702</b>	<b>-4 845</b>	<b>603</b>	<b>-21,1</b>	<b>3,3</b>
Corporativos	6 426	6 469	5 909	6 922	-516	1 013	-8,0	17,1
Grandes	7 581	6 363	5 738	5 890	-1 843	152	-24,3	2,6
Medianas	7 912	6 171	5 878	5 455	-2 034	-423	-25,7	-7,2
Pequeñas	937	633	531	401	-406	-130	-43,3	-24,5
Microempresa	89	42	43	33	-47	-9	-52,2	-21,8
<b>A Hogares:</b>	<b>5 136</b>	<b>4 303</b>	<b>4 011</b>	<b>3 672</b>	<b>-1 126</b>	<b>-339</b>	<b>-21,9</b>	<b>-8,4</b>
Consumo	1 238	1 053	1 003	897	-235	-106	-19,0	-10,6
Hipotecario	3 899	3 251	3 008	2 775	-891	-233	-22,9	-7,7

Fuente: Balances de comprobación.

Utilizando la información del Reporte Crediticio Consolidado se ha identificado a las empresas que registraron los mayores aumentos de su deuda en moneda extranjera con el sistema financiero en el periodo diciembre 2015 - agosto 2016. En el siguiente cuadro se agrupa a las Top 15 empresas en 4 grupos, junto con las variaciones de su deuda por monedas y de su deuda total.

9 Este programa establece mayores requerimientos de encaje para las entidades financieras que no reduzcan sus créditos en moneda extranjera en un porcentaje determinado y en un plazo establecido.

**TOP 15 EMPRESAS CON MAYORES AUMENTOS DE SU DEUDA EN ME - AGO.16 / DIC.15**  
 (En millones)

Empresas	ME		MN	Total <sup>1/</sup>
	US\$	S/ <sup>1/</sup>	S/	S/
Exportadoras	348	1 182	-874	308
Vinculados a la exportación	238	806	-166	641
Servicios públicos	203	690	-226	464
Resto <sup>2/</sup>	336	1 138	286	1 424
<b>Total</b>	<b>1 125</b>	<b>3 817</b>	<b>-980</b>	<b>2 837</b>

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de agosto 2016 (S/ 3,392 por US\$1).

2/ Incluye empresas del sector automotriz, servicios e hidrocarburos.

Fuente: Reporte Crediticio Consolidado.

Las empresas exportadoras, las vinculadas al sector exportación y las de servicio público (empresas eléctricas) no generan exposición al riesgo cambiario. Los ingresos de las empresas exportadoras y vinculadas al sector exportador están en moneda extranjeras, y los ingresos de las empresas de servicios públicos están vinculadas directamente al tipo de cambio. Así, dichas empresas no tienen descalce en sus balances ante variaciones del tipo de cambio. Por otro lado, el grupo de resto de empresas, que comprende empresas del sector hidrocarburos, servicios y comercio, y que mayoría de ellas realizan importaciones, están expuestas al riesgo cambiario.

La deuda en dólares del Top 15 explica la dinámica del crédito en dólares del sistema financiero en el año 2016. Estas empresas que registraron, en conjunto, un incremento en su deuda en dólares de US\$ 1 125 millones. Las empresas exportadoras, las vinculadas a las exportaciones y las de servicio público han efectuado una recomposición de la deuda por monedas, con un incremento de su deuda en dólares de US\$ 790 millones (equivalente a S/ 2 678 millones) y una reducción de su deuda en moneda nacional del S/ 1 266 millones.

Dentro del grupo de resto de empresas, que están expuestos al riesgo cambiario, algunas de ellas como las del sector automotor realizan sus ventas principalmente en dólares, trasladando el riesgo cambiario a sus clientes, quienes tienen menor capacidad para administrar dicho riesgo. Sin embargo, estos casos podrían generar una vulnerabilidad en el sistema financiero.

El mayor endeudamiento en moneda extranjera en algunas empresas se debe al menor costo de los créditos en dólares (versus el crédito en soles) al que accedieron en algunos períodos. Así, algunas empresas tomaron deudas en dólares y en simultáneo adquirieron una cobertura cambiaria en el mercado de derivados, con lo cual obtuvieron un financiamiento estructurado en soles con un costo menor que un financiamiento directo en moneda nacional. Por ejemplo, en agosto de 2016, la tasa de interés para los créditos corporativos fue de 6,3% en moneda nacional y de 2,3% en moneda extranjera, mientras que el costo de los *forward* de monedas con plazo de un año alcanzó un mínimo de 3%<sup>10</sup>.

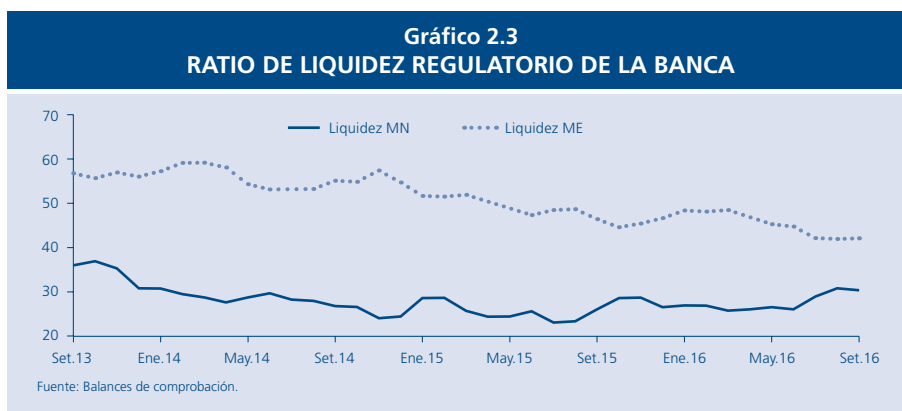
10 El costo del *forward* es el diferencial de tasas de interés en moneda nacional y en moneda extranjera que se negocia en el mercado de derivados.



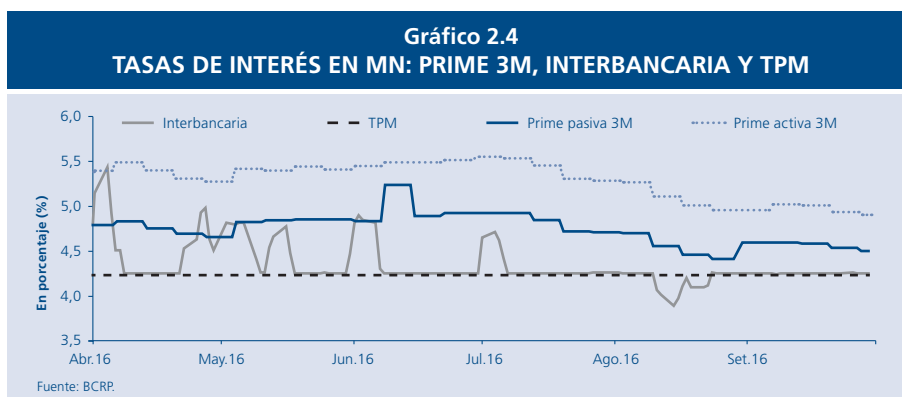


Liquidez y tipo de cambio

- 9. Los bancos, en promedio, mantienen niveles de liquidez holgados tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, lo cual refleja una adecuada cobertura para las obligaciones de corto plazo.



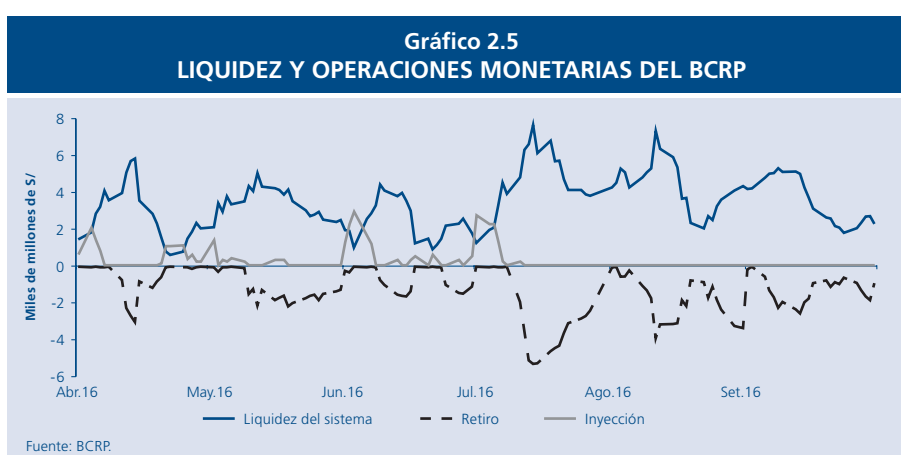
- 10. Entre abril y la primera semana de julio de 2016, la tasa de interés interbancaria superó a la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 20 puntos básicos, a pesar de vencimientos de valores del BCRP. El aumento de la tasa interbancaria se debió a la concentración de fondos y a la rigidez en las líneas de negociación en el mercado de fondos interbancarios. Esto llevó a la banca a utilizar activamente el financiamiento interbancario a través de FX Swaps y operaciones de reporte con Certificados de Depósito del BCRP (CD BCRP). La liquidez en moneda nacional se recuperó desde la segunda semana de julio debido a la intervención cambiaria del BCRP.



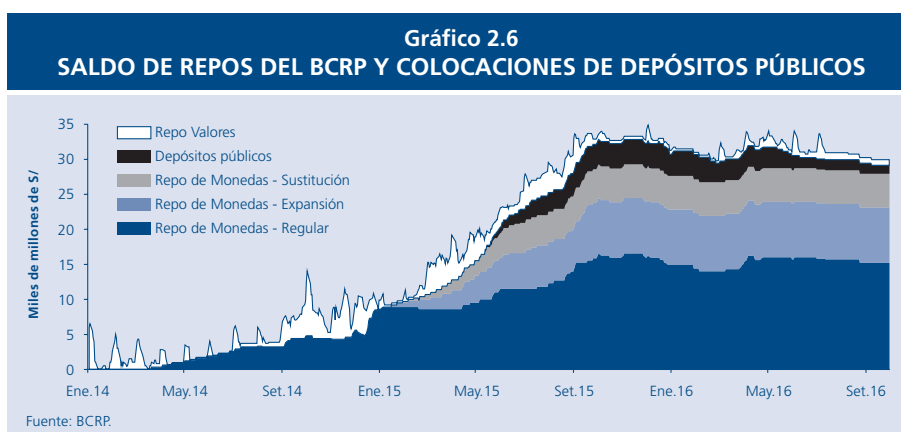
Entre abril y setiembre de 2016, el BCRP mantuvo su tasa de política monetaria en 4,25%, gracias a la convergencia de la inflación al rango meta, apoyada por menores presiones en el tipo de cambio. La reducción en las expectativas sobre la inflación llevó a la reducción en las expectativas sobre la TPM y a la caída de las tasas de interés de corto plazo, incluyendo las tasas *prime*.

**11. El BCRP proporcionó liquidez en moneda nacional a través de las operaciones de reporte de valores y de monedas.**

Para aliviar las presiones en la tasa interbancaria registradas hasta la primera semana de julio, el BCRP realizó operaciones de reporte de valores por un monto promedio<sup>11</sup> de S/ 893 millones principalmente a los plazos *overnight* (83%) y una semana (14%). A partir de la segunda semana de julio, el BCRP retiró el exceso de liquidez producto de la intervención cambiaria mediante la colocación de CD BCRP.



Para la liquidez de mediano y largo plazo, el BCRP efectuó operaciones de reporte de monedas por un total de S/ 3 600 millones principalmente a 24 meses (92%). El BCRP realizó también subastas de depósitos del sector público por un monto total de S/ 1 300 millones, principalmente, a 6 y 18 meses. A pesar de las operaciones efectuadas, los saldos de operaciones de reporte de monedas se incrementaron sólo en S/ 200 millones, mientras que el saldo de depósitos del sector público se redujo en S/ 1 800 millones.



11 Corresponde al promedio de los días en que se realizaron dichas operaciones.





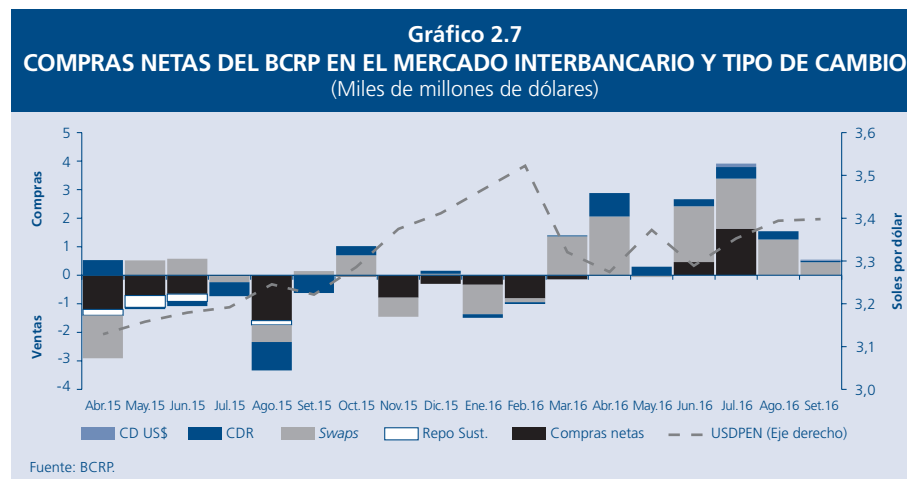
**12. Para regular la liquidez del sistema, el BCRP emitió CD BCRP a plazos entre 1 semana y 18 meses por un total de S/ 23 210 millones.**

El saldo de CD BCRP aumentó en S/ 11 285 millones, alcanzado su máximo nivel desde junio de 2013. El incremento se concentró entre julio y setiembre (S/ 11 152 millones) por la esterilización de la intervención cambiaria del BCRP por compras en el mercado *spot* y vencimientos de Certificados de Depósito Reajutable del BCRP (CDR BCRP).

Destaca el aumento de las tenencias de CD BCRP de los bancos producto de la esterilización de la intervención cambiaria y de las AFP producto de la desdolarización de sus depósitos, para atender posibles retiros de acuerdo a la nueva regulación.

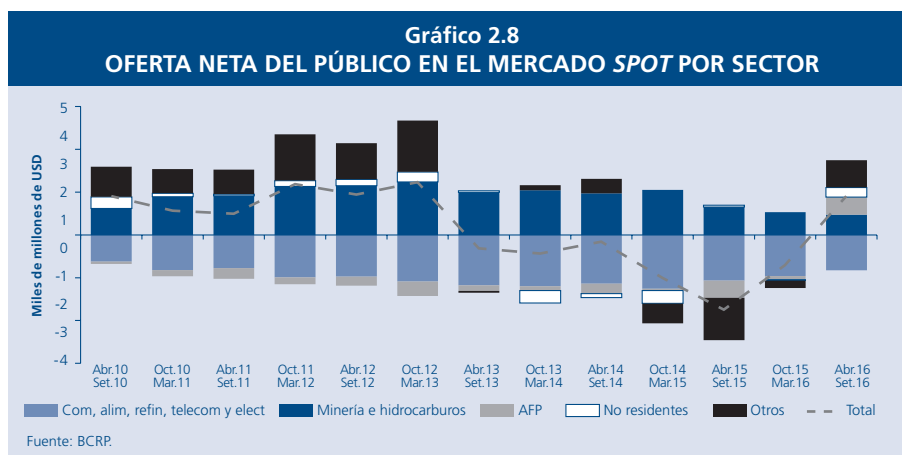
**13. Para reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, el BCRP intervino en el mercado cambiario a través de diferentes instrumentos.**

Entre abril y setiembre de 2016, el BCRP demandó dólares en el mercado interbancario por US\$ 11 747 millones: US\$ 2 069 millones por compras en el mercado *spot*, US\$ 159 millones por la colocación de CD BCRP con pago en dólares, US\$ 7 412 millones por vencimientos netos de Swap Cambiarios del BCRP (SC BCRP) y US\$ 2 107 millones por vencimientos netos de CDR BCRP. De esta manera, el BCRP acumuló reservas internacionales y redujo el saldo de los saldos de los SC BCRP y de los CDR BCRP.



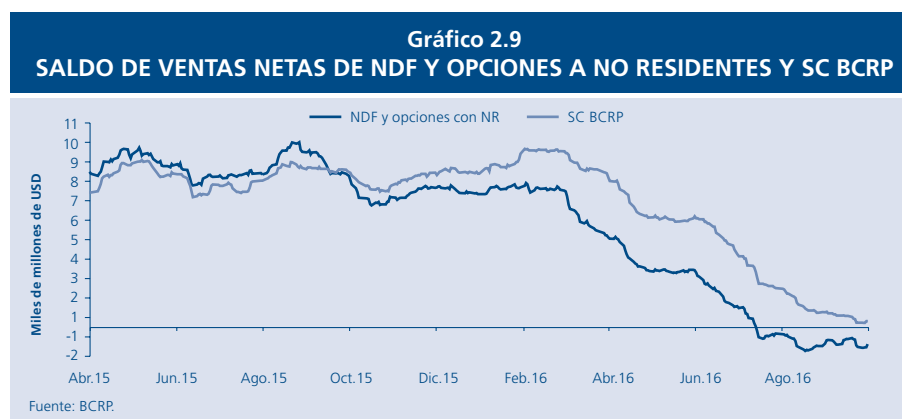
Desde finales de marzo, el BCRP anunció una facilidad de ventanilla por la cual los bancos pueden solicitar al BCRP la terminación anticipada de operaciones vigentes de SC BCRP. Los vencimientos de SC BCRP, programados o anticipados, generan demanda en el mercado cambiario. Por este motivo, esta medida reduce la volatilidad cambiaria al permitir a los bancos calzar la oferta de sus clientes con la demanda por el vencimiento anticipado. De esta forma, el 57% de los vencimientos de SC BCRP ocurridos en el semestre se realizaron de forma anticipada.

14. Durante el periodo (abril – setiembre 2016) se registró oferta neta de moneda extranjera en el mercado *spot* luego de seis semestres consecutivos de demanda neta. La estabilidad del tipo de cambio, luego de tres años de tendencia alcista, incentivó a los agentes locales a desdolarizar sus activos y a los no residentes a adquirir Bonos del Tesoro Público (BTP).



15. La oferta de moneda extranjera de no residentes en el mercado de derivados permitió al BCRP la reducción del saldo de los SC BCRP.

A partir de abril último, se presentó una fuerte oferta de dólares por parte de los inversionistas no residentes en el mercado *forward* por lo cual el saldo de las ventas de *non delivery forwards* (NDF) de la banca disminuyó en US\$ 5 503 millones, entre abril y setiembre. Esta mayor oferta de dólares en el mercado de derivados se compensó con la reducción del saldo de SC BCRP en US\$ 7 412 millones, los cuales alcanzaron su mínimo nivel (US\$ 288 millones) desde su implementación en octubre de 2014.





- 16. El promedio diario negociado tanto en el mercado spot como en el de derivados, se redujo en los últimos seis meses.** El promedio diario negociado en el mercado cambiario interbancario *spot* fue de US\$ 311 millones, menor a los US\$ 390 millones negociados en el semestre previo. El promedio negociado fue el mínimo desde el semestre octubre 2008 – marzo 2009.

El monto transado de derivados disminuyó, principalmente, por las operaciones *forward* que disminuyeron debido a que los inversionistas no residentes dejaron de renovar sus apuestas en contra del sol. Por otro lado, la caída de los diferenciales *forward* producto de la oferta de no residentes provocó una caída en la negociación de *FX Swaps*.

**Cuadro 2.6**  
**OPERACIONES DE DERIVADOS FINANCIEROS DEL SOL DE LA BANCA <sup>1/</sup>**  
(Montos nominales en millones de US\$)

Instrumento	Oct.15 - Mar.16					Abr.16 - Set.16				
	Negociación		Saldo			Negociación		Saldo		
	Total	Prom. <sup>2/</sup>	Largo	Corto	Neto	Total	Prom.	Largo	Corto	Neto
<i>Forward</i>	42 215	340	3 277	8 684	-5 408	37 562	296	4 461	4 357	104
<i>Cross Currency Swap</i>	1 012	8	2 514	2 841	-327	464	4	2 550	2 676	-126
<i>FX Swap</i> <sup>3/</sup>	9 468	76	66	66	-	7 986	63	51	51	-
Opciones <sup>4/</sup>	2 790	22	449	1 218	-769	1 473	12	454	565	-111
OIS <sup>5/</sup>	30	0	30	-	30	30	0	30	-	30

1/ Incluye operaciones con clientes, bancos y empresas financieras.  
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 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.

### Pruebas de Estrés

- 17. En un escenario macroeconómico adverso, las entidades financieras mantendrían un adecuado nivel de solvencia financiera.** Esto se aprecia con mayor claridad en los resultados de la proyección de la situación de las entidades financieras en el escenario de estrés.

Los factores de riesgo considerados en el presente ejercicio son un menor crecimiento económico y una fuerte depreciación del sol. El primer factor afecta con mayor intensidad a los segmentos de los hogares y de las MYPE, al ser más sensibles a las fluctuaciones económicas y cuya participación dentro del total de colocaciones de las CM es relevante. En cambio, el segundo afecta la capacidad de pagos de los segmentos más dolarizados como son los créditos hipotecarios y vehiculares, así como a los créditos otorgados a las empresas de mayor tamaño, que están más concentrados en la banca.

En la realización de la prueba de estrés, se analizan y comparan dos escenarios:

- a) El escenario base, que tiene mayor probabilidad de ocurrencia y que utiliza las proyecciones macroeconómicas centrales contenidas en el reporte de

inflación de setiembre de 2016. El PBI crece a una tasa anual de 4% en el año 2016 y de 4,2% anual al tercer trimestre de 2017; y,

- b) El escenario de estrés, que tiene muy baja probabilidad de ocurrencia y que considera tasas de crecimiento del PBI de 1,9% y 0,2% para ambas fechas, respectivamente. Asimismo, el escenario de estrés asume una depreciación de la moneda peruana incluso superior a la tasa acumulada en los últimos dos años.

Cabe indicar que no se realizaron ejercicios de pruebas de estrés para las empresas financieras y las cajas rurales. Algunas de estas entidades iniciaron operaciones hace pocos años, mientras que otras dejaron de operar en el mercado<sup>12</sup>, lo cual configura una muestra pequeña.

- a. **Las entidades bancarias, evaluadas en el escenario de estrés, mostrarían un adecuado nivel de solvencia financiera; en tanto, sus indicadores de calidad de activos y de rentabilidad se deteriorarían, pero, levemente.**

### **El escenario base**

Los resultados del modelo de proyección señalan que el ratio de morosidad de la banca se mantendría en alrededor de 4,2% en los próximos meses. El aumento en la morosidad sería leve y a un ritmo menor que en los últimos años, como reflejo de que el crecimiento del PBI para el año 2017 sería mayor al crecimiento del presente año, y por la consolidación de las medidas correctivas en la política crediticia implementadas por la banca en los dos últimos años.

Asimismo, en el escenario base, se espera que la banca aumente levemente su rentabilidad sobre activos (ROA) en los próximos doce meses (a 2,0% en setiembre de 2017). Dicho aumento está asociado a una evolución favorable en los diversos segmentos del crédito que han sido influenciados por el crecimiento del PBI en dicho escenario.

Por lo tanto, la banca mantiene prácticamente estable su indicador de suficiencia de capital, debido a que se estima que el patrimonio efectivo crece a un ritmo similar que las colocaciones. El crecimiento del patrimonio

---

12 En marzo de 2015, la financiera Edyficar transfirió sus activos y pasivos a Mibanco. Este cese de operaciones redujo el nivel de los activos de las financieras en aproximadamente un tercio. Por su parte, durante el año 2015, las CRAC Luren y Libertadores de Ayacucho fueron absorbidas por la CMAC Arequipa y la financiera TFC, respectivamente. Mientras que Credinka se transformó de caja de rural a empresa financiera, luego de fusionarse con Financiera Nueva Visión en setiembre de 2015. Esta característica de muestra pequeña en ambos grupos de entidades, disminuye el poder de predicción del modelo econométrico.







efectivo se debe a que las entidades continúan reportando utilidades en la proyección y se asume una capitalización de 60% de las utilidades (promedio de los últimos años).

### El escenario de estrés

El ratio de morosidad de la banca se incrementaría levemente (a 4,5% en setiembre de 2017), sobre todo en los segmentos de consumo, hipotecarios y grandes empresas (el segmento más importante para la banca) afectado principalmente por la depreciación del sol.

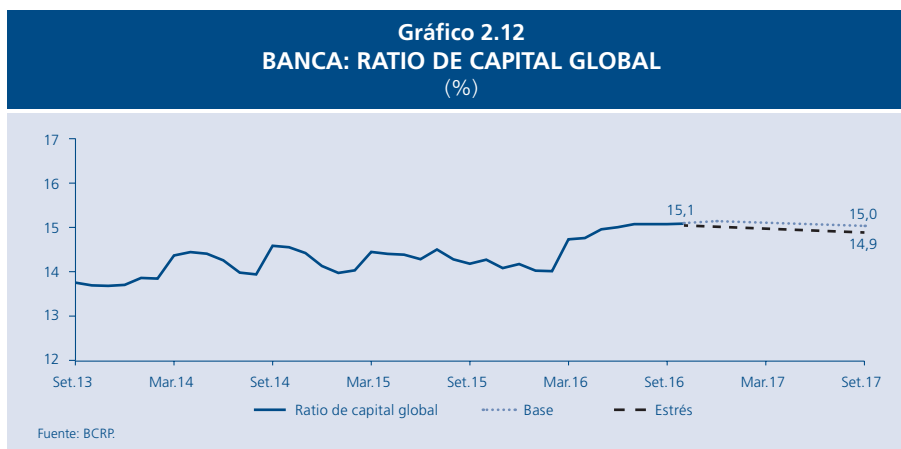
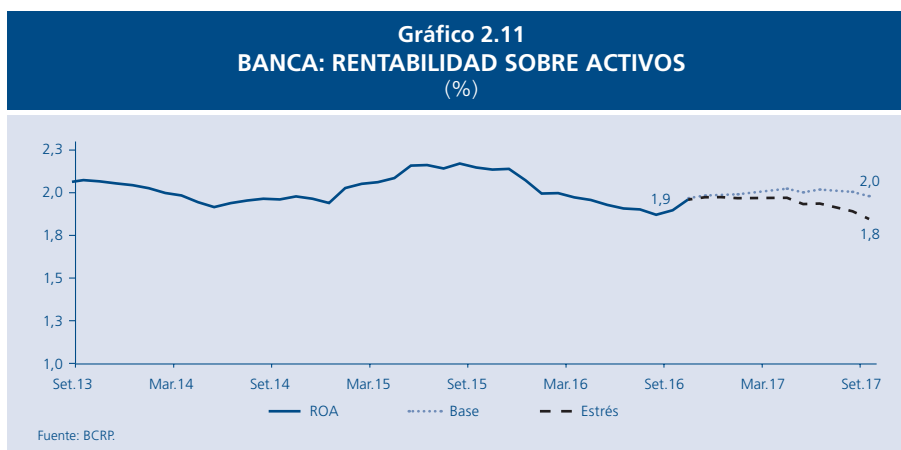
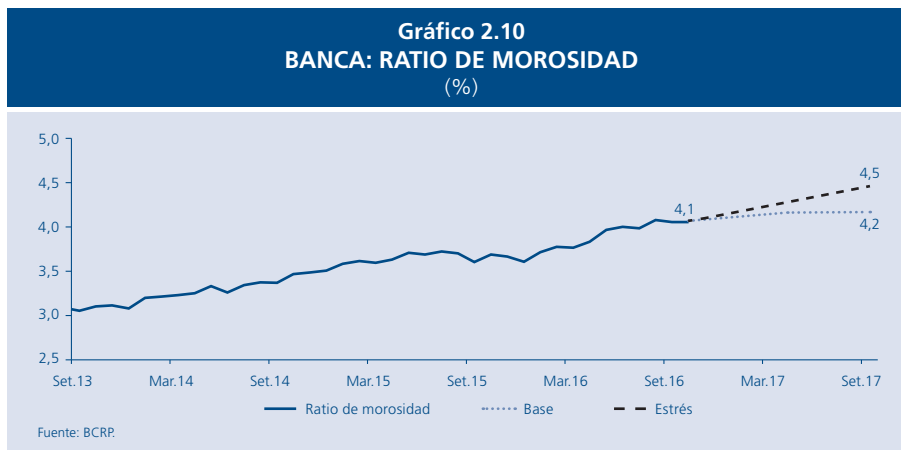
Cabe señalar que el ratio de morosidad es mayor en moneda extranjera que en moneda nacional para los segmentos de empresas mayoristas e hipotecarios, los cuales son los más dolarizados. En el escenario de estrés el deterioro en la calidad de cartera de estos segmentos es mayor en dólares que en soles, debido al efecto de la depreciación de la moneda y a su mayor grado de dolarización.

Cuadro 2.7 RATIO DE MOROSIDAD DE LA BANCA (%)						
	MN			ME		
	Set.16	Set.17		Set.16	Set.17	
		Base	Estrés		Base	Estrés
Total	4,2	4,3	4,7	3,9	3,9	4,2
Mayoristas <sup>1/</sup>	3,0	2,9	3,1	3,4	3,2	3,5
Minoristas <sup>2/</sup>	9,9	10,0	11,4	22,9	23,3	26,4
Consumo	5,3	6,1	6,5	6,0	6,8	7,3
Hipotecario	2,6	2,9	3,1	4,3	4,8	5,2

1/ Incluye créditos a corporativos, grandes y medianas empresas.  
2/ Incluye créditos a las micro y pequeñas empresas.  
Fuente: BCRP.

Asimismo, se espera que los bancos disminuyan levemente su rentabilidad (a 1,8% en setiembre de 2017), debido al eventual aumento de los gastos en provisiones por el incremento del ratio de morosidad de los créditos. Sin embargo, el requerimiento de provisiones sería parcialmente atenuado por el alto nivel de las provisiones procíclicas acumuladas por los bancos. No obstante, en conjunto, los bancos seguirán generando utilidades de manera robusta.

Finalmente, se espera que el ratio de capital global de la banca disminuya levemente a 14,9% en setiembre de 2017. Esto se debe a la reducción de la rentabilidad (el ROA pasa de 1,9% en setiembre de 2016 a 1,8% a setiembre de 2017) por la generación de menores utilidades en el periodo de análisis.



- b. **Las cajas municipales, en el escenario de estrés, podrían deteriorar sus indicadores de capital global, de calidad de activos y de rentabilidad.**





### El escenario de base

El ratio de morosidad disminuiría (de 7,8% en setiembre de 2016 a 7,7% en setiembre de 2017) en respuesta a mejores perspectivas de crecimiento económico para el siguiente año consideradas en el escenario base.

Asimismo, los resultados del modelo de proyección, considerando las proyecciones del PBI del escenario base, señalan que el ROA se mantendría prácticamente estable a setiembre de 2017. Las proyecciones toman en cuenta que las CM efectuaron ajustes en sus gastos financieros, disminuyendo sus tasas de interés pasivas, a fin de atenuar el efecto de la disminución de las tasas de interés activas sobre su margen financiero.

Finalmente, las CM afrontarían una leve reducción en su indicador de suficiencia de capital (a 15,3% en setiembre de 2017), explicado, principalmente, por la generación de menores utilidades en el horizonte de análisis.

### El escenario de estrés

Se espera que las CM aumenten su ratio de morosidad (de 7,8% en setiembre de 2016 a 8,8% en setiembre de 2017), por la mayor desaceleración en la tasa de crecimiento económico. Los créditos de consumo y a las MYPE registrarían un mayor aumento del ratio de morosidad, al ser más sensibles al ciclo económico.

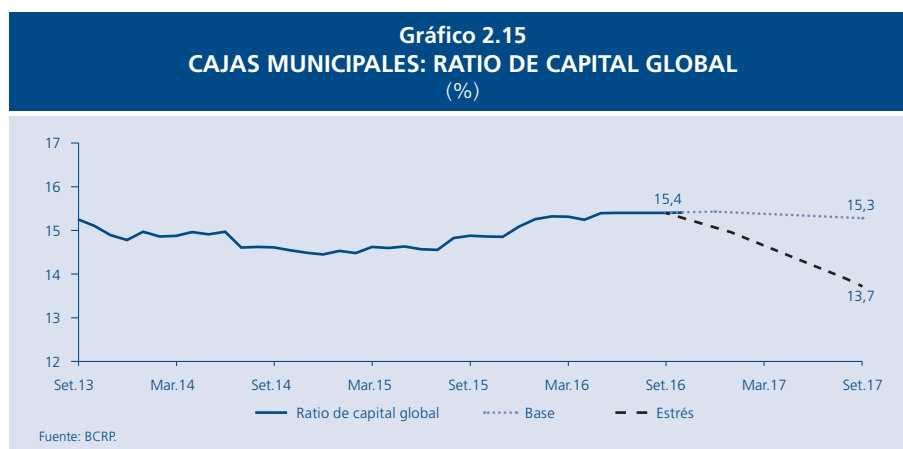
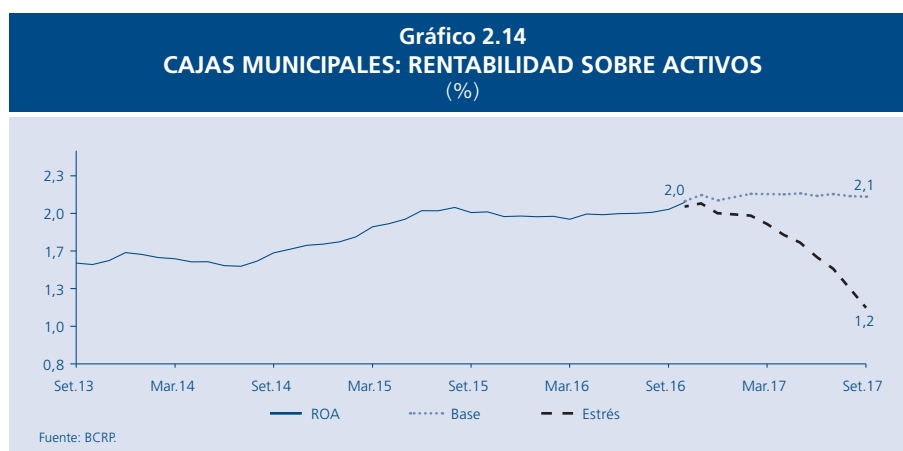
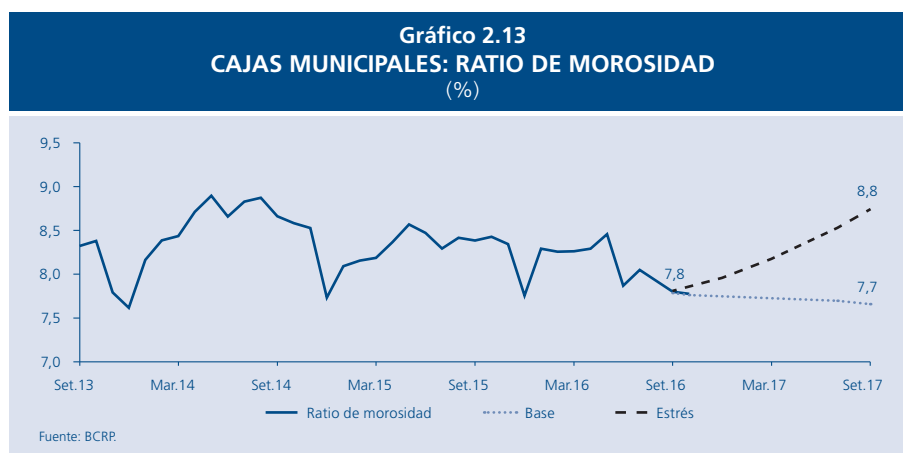
Por otro lado, en el escenario de estrés, el deterioro de la calidad de activos de los créditos a las MYPE y de consumo está explicado, principalmente, por una menor actividad económica. Se observa que, a pesar que los ratios de morosidad de los créditos a las MYPE y de consumo en dólares son mayores a los de soles (efecto depreciación), el efecto total depende de la calidad de activos de los créditos en soles. Esto se debe a que la mayor parte de las colocaciones de las CM está concentrado en moneda nacional.

**Cuadro 2.8**  
**RATIO DE MOROSIDAD DE LAS CM**  
(%)

	MN			ME		
	Set.16	Set.17		Set.16	Set.17	
		Base	Estrés		Base	Estrés
<b>Total</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	<b>23,2</b>	<b>23,2</b>	<b>26,4</b>
Minoristas <sup>1/</sup>	9,0	8,5	9,8	25,9	24,6	28,3
Consumo	4,1	4,7	5,1	15,2	17,4	19,1

<sup>1/</sup> Incluye créditos a las micro y a las pequeñas empresas.  
Fuente: BCRP.

Asimismo, el indicador de rentabilidad sobre activos (ROA) de las CM se reduciría significativamente a 1,2% en setiembre de 2017, principalmente por mayores gastos en provisiones ante un incremento del ratio de morosidad. Asimismo, este mayor impacto comparado con la banca se debe a que las cajas municipales casi han agotado sus niveles de provisiones procíclicas.





Por lo tanto, se espera que las CM disminuyan su ratio de capital global a 13,7% en setiembre de 2017, debido al deterioro de las colocaciones (la morosidad crece en 16,2% anual).

Al igual que los bancos, las CM sobrepasan el requerimiento mínimo de patrimonio efectivo para afrontar potenciales contingencias en el desempeño de su negocio en un escenario de estrés. Sin embargo, si bien y en promedio, el nivel de ratio de capital para las cajas municipales es adecuado, tenemos que en este escenario algunas entidades, especialmente las de menor tamaño, podrían enfrentar dificultades financieras. Cabe señalar que las entidades vulnerables actualmente se encuentran en proceso de redimensionamiento de sus operaciones y en proceso de saneamiento de su cartera, incluso con el apoyo patrimonial de sus accionistas.

### III. EMPRESAS NO FINANCIERAS Y HOGARES

18. El crédito del sistema financiero a las empresas mayoristas disminuyó su tasa de crecimiento anual mientras que el crédito a las MYPE ingresó a una fase de recuperación, luego de mantenerse estancado durante los años 2014 y 2015.

**Cuadro 3.1**  
**COLOCACIONES BRUTAS A LAS EMPRESAS DEL SISTEMA FINANCIERO<sup>1/</sup>**  
(Millones de S/)

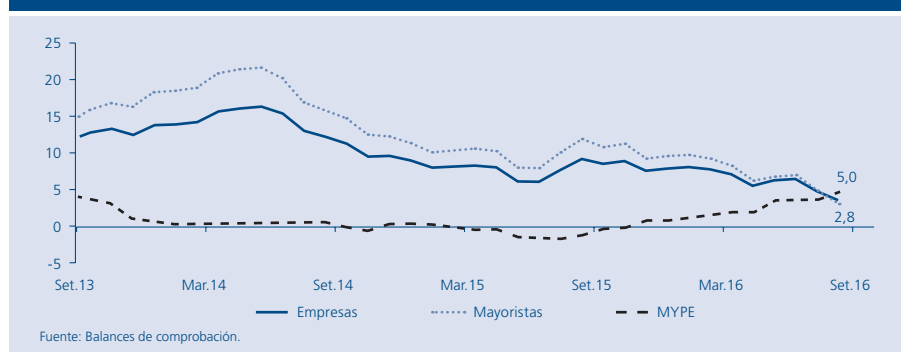
	Set.13	Set.14	Set.15	Set.16	Set.15 / Set.14		Set.16 / Set.15		Dolarización		
					Flujo	Var. %	Flujo	Var. %	Set.14	Set.15	Set.16
Tipo de cambio	2,807	2,844	3,236	3,392		13,78		4,82			
<b>A Empresas:</b>	<b>135 691</b>	<b>152 388</b>	<b>166 281</b>	<b>171 590</b>	<b>13 893</b>	<b>9,1</b>	<b>5 309</b>	<b>3,2</b>	<b>53,0</b>	<b>39,8</b>	<b>37,3</b>
Corporativos <sup>2/</sup>	34 824	39 975	53 379	57 259	13 405	33,5	3 880	7,3	60,0	41,8	41,4
MN (S/)	12 836	15 982	31 068	33 539	15 086	94,4	2 471	8,0			
ME (US\$)	6 467	7 057	6 562	6 977	-494	-7,0	414	6,3			
Grandes	33 185	38 908	40 201	38 930	1 294	3,3	-1 272	-3,2	67,6	51,9	51,3
MN (S/)	8 753	12 604	19 351	18 945	6 747	53,5	-406	-2,1			
ME (US\$)	7 186	7 736	6 133	5 878	-1 604	-20,7	-255	-4,2			
Medianas	36 173	41 829	41 454	42 606	-375	-0,9	1 152	2,8	63,6	50,2	44,1
MN (S/)	11 540	15 230	20 632	23 815	5 402	35,5	3 182	15,4			
ME (US\$)	7 245	7 823	6 124	5 527	-1 699	-21,7	-597	-9,7			
Pequeñas	22 896	23 060	22 697	23 690	-363	-1,6	993	4,4	15,0	8,9	5,6
Microempresas	8 613	8 617	8 550	9 105	-67	-0,8	555	6,5	5,3	1,6	1,8

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2016.

2/ Incluye préstamos a Bancos Multilaterales de Desarrollo, entidades del Sector Público, Empresas del Sistema Financiero, Intermediarios de Valores y Empresas Corporativas Privadas.

Fuente: Balances de comprobación.

**Gráfico 3.1**  
**CRECIMIENTO ANUAL DE LAS COLOCACIONES A LAS EMPRESAS**  
(Var. % anual)



Fuente: Balances de comprobación.





- 19. Las empresas han venido cambiando la composición de su deuda por monedas, especialmente en el año 2015.** En dicho año, la tasa de crecimiento anual de los créditos en soles a las empresas se aceleró de 20,2% en diciembre de 2014 a 36,2% en diciembre de 2015. En cambio, las colocaciones en moneda extranjera se contrajeron en 21,1% en ese mismo período. Esa dinámica se debió, en parte, a las medidas prudenciales implementadas por el Banco Central y la SBS para incentivar el otorgamiento de los créditos en soles.

Así, el ratio de dolarización de los créditos otorgados a las empresas se redujo significativamente en los últimos doce meses. Sin embargo, la dolarización del crédito aún se mantiene en niveles altos en los segmentos corporativo, grandes y medianas empresas. Ello se debe, en parte, a que los agentes no internalizan el costo del endeudamiento en dólares, incluyendo la cobertura y depreciación de la moneda. Además, algunas empresas trasladan los costos en dólares a los clientes finales, a través de la indexación de los precios finales a la evolución del tipo de cambio.

Por ejemplo, en setiembre de 2015 la tasa de interés para una empresa corporativa en soles y dólares fue de 5,87% y 1,94%, respectivamente. Sin embargo, el tipo de cambio en los últimos doce meses se incrementó en 5,09%. Con ello el costo efectivo de la deuda en moneda extranjera para una empresa que no toma cobertura fue de 7,03%, nivel mayor que el costo financiero de tomar deuda sólo en soles.

Por ello, las empresas deben evaluar los costos del endeudamiento en dólares. En un escenario de mayor volatilidad cambiaria, las empresas que no toman cobertura cambiaria pueden experimentar cambios importantes en sus flujos de caja, por mayores gastos financieros, lo que puede comprometer sus niveles de rentabilidad.

- 20. En los últimos tres años, los ratios de morosidad se incrementaron en los segmento de medianas y grandes empresas.** Está dinámica obedece al menor dinamismo de la actividad económica y a la depreciación de la moneda nacional en los años 2015 y 2016, dado los importantes grados de dolarización en estos segmentos.

Por su parte, los créditos orientados a las MYPE crecieron a tasas relativamente bajas en los últimos años. Esta dinámica obedece a las medidas correctivas en la política crediticia implementadas por las entidades financieras ante los mayores niveles de morosidad y el menor crecimiento económico. De este modo, los ratios de morosidad se redujeron en el segmento MYPE en los últimos doce meses.

**Cuadro 3.2**  
**RATIOS DE MOROSIDAD POR SEGMENTO**  
(%)

	Corporativos	Grandes empresas	Medianas empresas	Pequeñas empresas	Micro empresas
Set.13	0,09	0,63	5,44	9,85	6,47
Set.14	0,05	1,02	6,57	10,99	6,86
Set.15	0,06	1,51	7,89	11,69	6,06
Set.16	0,03	1,77	9,19	11,26	5,72
<b>Variación anual (puntos básicos)</b>					
Set.14	-4	39	113	114	39
Set.15	1	49	132	70	-81
Set.16	-3	26	130	-43	-34

Fuente: Balances de comprobación.

21. Pese al incremento de los ratios de morosidad en los segmentos mayoristas, las tasas de interés se han mantenido relativamente estables en soles como reflejo de la mayor competencia bancaria.

**Cuadro 3.3**  
**TASA DE INTERÉS POR CRÉDITOS A LAS EMPRESAS - BANCA<sup>1/</sup>**  
(%)

<b>MONEDA NACIONAL</b>					
	Corporativos	Grandes empresas	Medianas empresas	Pequeñas empresas	Micro empresas
Set.13	5,53	7,07	10,86	21,46	31,59
Set.14	5,29	6,89	10,80	20,98	32,97
Set.15	5,87	7,16	10,19	20,36	33,50
Set.16	6,07	7,23	10,74	21,59	36,58
<b>Variación anual (puntos básicos)</b>					
Set.14	-24	-18	-6	-48	138
Set.15	58	27	-61	-62	53
Set.16	20	7	55	123	308
<b>MONEDA EXTRANJERA</b>					
	Corporativos	Grandes empresas	Medianas empresas	Pequeñas empresas	Micro empresas
Set.13	3,03	6,02	8,79	13,13	16,43
Set.14	2,22	4,41	8,13	12,98	18,78
Set.15	1,94	5,55	8,48	12,82	21,37
Set.16	3,00	5,18	7,37	10,00	18,39
<b>Variación anual (puntos básicos)</b>					
Set.14	-81	-161	-66	-15	235
Set.15	-28	114	35	-16	259
Set.16	106	-37	-111	-282	-298

<sup>1/</sup> Tasas activas anuales de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.  
Fuente: SBS.







En cambio, en el segmento de las MYPE, las tasas de interés activas en soles se incrementaron en el último año en línea con la recuperación de la tasa de crecimiento anual de dichos créditos, la cual pasó de -1,4% a 5% en los últimos doce meses.

- 22. En el primer semestre de 2016, las empresas no financieras<sup>13</sup> mostraron mejoras en rentabilidad, por la reducción de costos (administrativos y financieros) llevada a cabo por las empresas mineras e industriales.** Esta mejora implicó un cambio en la tendencia de los últimos cuatro años, en los que la rentabilidad venía cayendo producto de las menores ventas, la reducción de los márgenes brutos (ante el alza de los costos de ventas) y las pérdidas contables por diferencia de cambio.

La rentabilidad sobre patrimonio (ROE) de las empresas del **sector industrial** al primer semestre de 2016 aumentó respecto a 2015 (12% versus 8%), pese a la contracción en ventas (5% al primer semestre de 2016). Los principales factores que contribuyeron a dicha mejora son la reducción de gastos administrativos y la mejor administración de su deuda.

Las ventas del **sector minero** registraron una expansión de 11%, impulsadas por las mejores cotizaciones de los metales (en particular, del cobre, zinc y estaño en el primer semestre de 2016, debido a un fuerte impulso de la demanda china) y los mayores volúmenes extraídos producto de la entrada en operación de importantes proyectos mineros como Las Bambas y la ampliación de otros como Cerro Verde. Asimismo, la política de reducción de costos operativos y financieros (que incluye medidas tales como la optimización de sus operaciones de minado, la reducción de gastos administrativos y la renegociación de contratos con proveedores) contribuyó al aumento de la rentabilidad. Esta política fue adoptada por las principales empresas del sector ante los menores flujos de caja, producto de la caída de los precios de los metales que empezó en el año 2011.

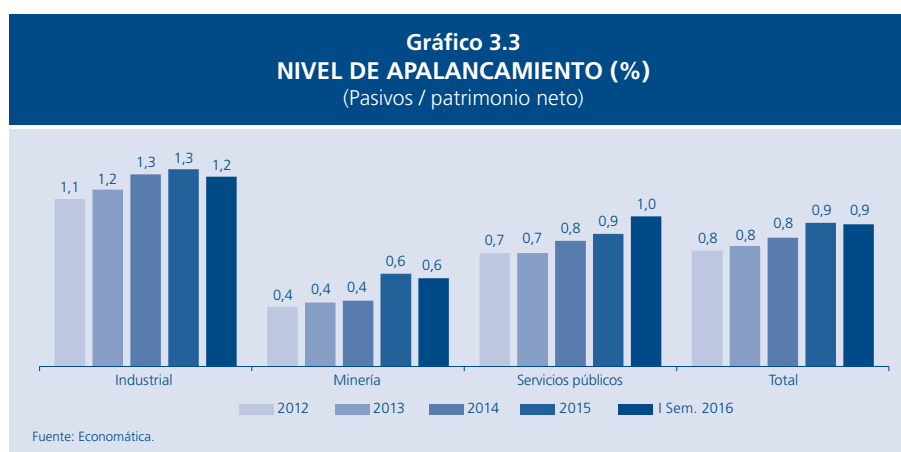


13 Del total de las empresas que están obligadas a reportar sus estados financieros a la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), se analiza una muestra de 99 empresas (70 industriales, 16 mineras y 13 de servicios públicos) que registran información completa de sus estados financieros en Economática, desde el año 2011 al primer semestre de 2016.

En las empresas del sector **servicios públicos**, las ventas se incrementaron principalmente en el subsector de energía eléctrica (de mayor ponderación en el sector). Las empresas de generación y distribución de energía eléctrica continúan reportando mayores ingresos operacionales gracias al aumento de los niveles de producción y al alza de las tarifas, producto de la firma de nuevos contratos y una expansión de la demanda de energía por el crecimiento del sector minero. Ello se ha reflejado en la mejora de su rentabilidad, que continúa con la tendencia creciente observada desde el año 2012.

- 23. El nivel de apalancamiento de las empresas (ratio de pasivos totales entre patrimonio neto) se mantuvo estable en el primer semestre del año.** Los niveles de este ratio se mantienen por debajo de 1,5, lo que indica que las empresas corporativas, en general, cuentan con una adecuada solvencia patrimonial y, por lo tanto, con una sólida posición financiera. Además, esta situación les permite incrementar su apalancamiento sin mayores dificultades, en caso de requerirlo, para el desarrollo de nuevos proyectos de inversión.

Las empresas industriales y mineras han registrado una ligera reducción en este indicador, producto de la mayor rentabilidad y de las amortizaciones de deuda en dólares por parte de algunas empresas. No obstante ello, el nivel de apalancamiento de las empresas de servicios públicos, en particular las del subsector de energía eléctrica, aumentó ligeramente debido al financiamiento a largo plazo de proyectos de inversión para ampliar la capacidad de distribución y generación.



- 24. Las empresas de la muestra, en todos los sectores analizados, presentan niveles adecuados de liquidez, medido por el ratio de liquidez ácida** (un nivel de 1,0 implica que las empresas pueden pagar sus obligaciones corrientes con sus activos corrientes, sin necesidad de liquidar parte de sus inventarios). Las empresas del sector industrial y de servicios públicos mantuvieron estable este indicador en el primer semestre de 2016, mientras que las empresas del sector minero aumentaron su ratio de liquidez ácida (de 1,0 a 1,4) producto de su mayor generación de flujos de caja.





**El ciclo operativo del negocio de las empresas de los tres sectores analizados ha registrado un incremento en el primer semestre de 2016 en comparación al año anterior.** Este indicador mide el tiempo (en días) en el que todo el proceso del ciclo productivo de la empresa le reporta entradas de flujo de caja. Por ciclo operativo se entiende el proceso de adquisición y/o fabricación de bienes para ser comercializados, la venta de los *stocks* acumulados (inventarios) y el cobro de las ventas. El indicador se calcula como los días promedio en que se venden todos los inventarios (rotación de inventarios) más los días promedio en que se hacen efectivas las cuentas por cobrar menos los días promedio en que se debe realizar los desembolsos (salidas) para pagar a los proveedores.

Dado el nivel de estos indicadores así como la solidez financiera y de liquidez de las empresas, se espera que continúe el funcionamiento adecuado de la cadena de pagos de la economía.

<b>Cuadro 3.4</b>					
<b>INDICADORES DEL CICLO DE NEGOCIOS</b>					
(Número de días)					
	2012	2013	2014	2015	I Sem. 2016
<b>Sector industrial</b>					
(a) Inventarios	85	86	79	86	98
(b) Cuentas por cobrar	37	40	42	45	47
(c) Pago a proveedores	56	60	60	70	74
(a + b - c) Ciclo operativo	66	66	61	61	71
<b>Minería</b>					
(a) Inventarios	74	74	72	77	80
(b) Cuentas por cobrar	34	34	30	26	26
(c) Pago a proveedores	62	78	83	95	72
(a + b - c) Ciclo operativo	47	30	19	8	34
<b>Servicios públicos</b>					
(a) Inventarios	13	20	21	17	18
(b) Cuentas por cobrar	47	48	44	50	53
(c) Pago a proveedores	53	59	55	55	50
(a + b - c) Ciclo operativo	8	9	10	12	22
<b>Total</b>					
(a) Inventarios	77	78	73	77	85
(b) Cuentas por cobrar	37	39	40	42	44
(c) Pago a proveedores	57	63	64	73	70
(a + b - c) Ciclo operativo <sup>1/</sup>	58	54	49	46	58
1/ Mientras menor sea este indicador, más rápido el ciclo productivo genera efectivo a las empresas. Fuente: Economática.					

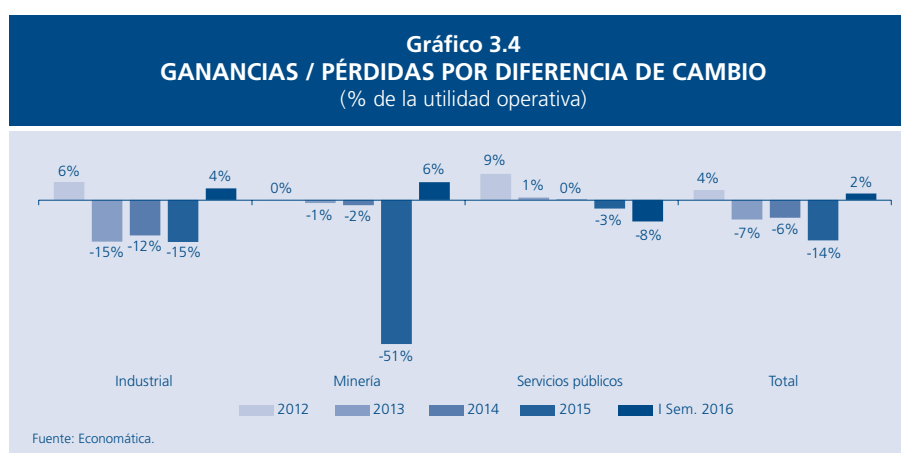
La desaceleración de la actividad económica ha generado un incremento en el tiempo promedio en que se liquidan los inventarios, en especial en las empresas industriales. Esta demora en la rotación de inventarios hace que el ciclo de negocios del sector industrial sea mayor que el del sector minero y el de servicios públicos.

El plazo promedio de las cuentas por cobrar sigue siendo menor a dos meses para todos los sectores. Sin embargo, en los últimos años se observa un incremento en el número de días que las empresas industriales y mineras demoran en pagar a

sus proveedores (aunque en el caso de las mineras, este indicador se redujo en el primer semestre de 2016), posiblemente asociado a la necesidad de estas empresas de reducir costos operativos. Es recomendable seguir de cerca este indicador para advertir si se mantiene esa tendencia creciente, dado que ella podría afectar el adecuado funcionamiento de la cadena de pagos.

- 25. Las empresas que mantienen una posición de cambio negativa y que no realizaron coberturas cambiarias siguen expuestas al riesgo cambiario.** En ese caso, los pasivos superan a los activos denominados en moneda extranjera, por lo que una depreciación (apreciación) del dólar resulta en ganancias (pérdidas) por diferencia de cambio.

En el primer semestre de 2016 y a diferencia de los tres años anteriores, ocurrió una depreciación del dólar (apreciación del sol) que permitió que esas empresas registraran ganancias cambiarias. La posición de cambio negativa en dólares se observa en las empresas orientadas al mercado doméstico y que han tomado endeudamiento en dólares en el mercado local o que han emitido instrumentos de deuda en el exterior y que no han realizado coberturas cambiarias.



En las empresas del sector industrial, el descalce entre sus activos y pasivos en dólares, que en años anteriores les significó pérdidas equivalentes al 15% de su utilidad operativa, en el primer semestre de 2016 les ha llevado a reportar ganancias cambiarias contables, equivalentes al 4% de la utilidad operativa.

Las empresas mineras también registraron ganancias por diferencia de cambio en el primer semestre de 2016 (6% de la utilidad operativa), debido a los descalces provenientes de su Balance General entre sus activos y pasivos en moneda extranjera. Ese descalce se debe, en parte, a que la mayoría de empresas mineras escoge al sol como la moneda funcional en la que va a presentar sus estados financieros, por lo que la valorización de sus propiedades, minas, plantas y equipos (principal rubro de su activo no corriente) está en soles. Ello ocurrió pese al impacto de la depreciación del dólar en sus ventas al expresarse en soles (las empresas mineras son exportadoras





y el grueso de sus ventas se factura en dólares) así como sobre sus márgenes y niveles de rentabilidad, pues casi la mitad de su estructura de costos se genera en soles.

Cabe indicar que, tal como se señaló en el REF de mayo pasado, las pérdidas por diferencia de cambio registradas por las empresas mineras en 2015 se vieron magnificadas por la importante reducción que tuvo la utilidad operativa debido al menor precio de los metales y a una desvalorización de inventarios, que se refleja como un gasto operativo, ocurrida en el cuarto trimestre de ese año.

Las empresas de servicios públicos, por su parte, han registrado pérdidas por diferencia de cambio en el primer semestre de 2016 que alcanzan el 8% de su utilidad operativa (5 puntos porcentuales por encima de las pérdidas registradas en 2015).

## 26. La depreciación del dólar contribuyó a que las empresas que emitieron bonos en el exterior mostraran una mejora en sus principales indicadores financieros en el primer semestre del 2016.

El ratio de apalancamiento promedio de estas empresas disminuyó ligeramente en el primer semestre de 2016 (de 1,1 a 1,0 veces) a niveles similares a los de 2014. Este nivel de apalancamiento no genera mayores riesgos financieros a estas empresas, aunque una de ellas ha registrado ratios de apalancamiento por encima de 2 veces.<sup>14</sup>

La estabilidad del indicador de apalancamiento se debe a que las emisiones internacionales de las empresas no financieras sirvieron no solo para financiar sus proyectos de inversión, sino también para sustituir pasivos de corto plazo (principalmente préstamos bancarios) y diversificar sus fuentes de fondeo.

**Cuadro 3.5**  
**INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS QUE HAN REALIZADO EMISIONES EN EL EXTERIOR<sup>1/</sup>**

	2012	2013	2014	2015	I Sem. 2016
Ratio de apalancamiento (pasivos total / patrimonio)	0,9	0,9	1,0	1,1	1,0
Pasivos financieros como % de los pasivos totales	52%	53%	56%	55%	56%
Tasa anual de crecimiento de los pasivos financieros 2011:2015	34%				
Ratio de cobertura de intereses (utilidad operativa / gastos financieros)	7,3	4,6	4,4	2,7	3,9
Deuda financiera neta / utilidad operativa	1,2	1,6	2,3	3,6	2,7
Pérdidas por diferencia de cambio como % de la utilidad operativa	3,8%	-10,0%	-8,7%	-22,6%	4,7%
Ratio de liquidez corriente (activo corriente / pasivo corriente)	1,3	1,4	1,3	1,1	1,2
Ratio de liquidez ácida ((activo corriente - inventarios) / pasivo corriente)	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8

<sup>1/</sup> Los datos corresponden a una muestra de 15 empresas corporativas no financieras que han realizado emisiones de instrumentos de deuda en el mercado internacional (Andino Investment Holding, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Corporación Lindley, Pesquera Exalmar, Inretail Perú, Ferreycorp, Graña y Montero, Maestro Perú, Compañía Minera Milpo, Minsur, Telefónica del Perú, Unión Andina de Cementos, Southern Perú y Volcan Compañía Minera).

Fuente: Económica - estados financieros de las empresas reportados a la SMV.

14 En la muestra analizada, sólo una empresa (Corporación Lindley) registra ratios de apalancamiento por encima de 2,0. Esta empresa fue adquirida por una embotelladora internacional (Arca Continental) por lo que su deuda se consolidó con la casa matriz.

**27. El ratio de cobertura de intereses presentó una mejora en el primer semestre de 2016, reflejando tanto el menor pago de intereses expresados en soles por concepto de obligaciones en dólares (producto de la apreciación de la moneda nacional) como la mejora generalizada en el margen operativo de las empresas.**

Sin embargo, este indicador aún se encuentra por debajo de los niveles registrados en años anteriores (7,3 veces en 2012) debido a que la demanda interna y los precios de los metales no han retornado a los niveles que alcanzaron en esa oportunidad.

Por su parte, los niveles de liquidez corriente y ácida de las empresas se mantienen relativamente estables.

La muestra de empresas que han emitido en el exterior registró, en promedio, ganancias por diferencia de cambio en el primer semestre favorecidas por la depreciación del dólar. Solo 6 de las 15 empresas registraron pérdidas por diferencia de cambio en el primer semestre, aunque fueron poco significativas. Todas ellas son exportadoras o productoras de *commodities* (metales y harina de pescado) por lo que tienen un calce natural.

Cabe indicar que, en mayo de 2016, otras dos empresas que no están en la muestra (Kallpa Generación S.A. y Camposol S.A.) emitieron bonos en el mercado internacional por US\$ 350 millones y US\$ 147 millones, respectivamente. Ambas empresas también generan un calce natural entre sus activos y pasivos, ya que Camposol es una empresa agroexportadora mientras que los contratos de generación de energía que mantiene Kallpa con sus clientes incluyen cláusulas de ajuste de precios ante cambios en el precio del gas (que se fija en dólares).

**28. En los últimos años, diversas empresas han contratado productos financieros derivados para amortiguar la exposición cambiaria.** Además, algunas empresas que realizaron emisiones internacionales de deuda han estado recomprando dichos valores denominados en dólares<sup>15</sup>.

Las expectativas generalizadas respecto a que la Reserva Federal eleve su tasa de interés de referencia en su reunión de diciembre próximo puede llevar a una apreciación moderada del dólar respecto al sol en lo que resta del año. El efecto de las coberturas cambiarias y las recompras de bonos internacionales ayudaría a disminuir considerablemente las pérdidas que ello podría generar, mejorando así la fortaleza financiera de este grupo de empresas<sup>16</sup>.

---

15 En mayo último, Corporación Lindley recompró US\$ 200 millones; en junio, Ferreyros recompró US\$ 120 millones; y, en setiembre, Exalmar recompró US\$ 30 millones y Maestro recompró el total de su emisión (US\$ 130 millones).

16 Por ejemplo, UNACEM utiliza contratos de *Cross Currency Swaps* (CCS) como cobertura de su exposición al riesgo de tipo de cambio y de tasa de interés producto de su endeudamiento en dólares y, además, viene amortizando y convirtiendo a soles parte de su deuda en dólares (con ello, ha reducido el equivalente a S/ 200 millones de su deuda total en lo que va del año). Cementos Pacasmayo también cubre integralmente con CCS la deuda en dólares por la emisión de su bono internacional (US\$ 300 millones), por lo que registra una leve pérdida por diferencia de cambio de S/ 5,8 millones al primer semestre de 2016.





## Hogares

29. La exposición de los hogares al riesgo cambiario crediticio<sup>17</sup> sigue disminuyendo, al registrar menores niveles de dolarización. Así, el nivel de dolarización de los créditos pasó de 17,2% a 13,9%, concentrándose en los créditos vehiculares (29,3%) y en los hipotecarios (23,4%).

Cuadro 3.6 COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO A HOGARES <sup>1/</sup> (Millones de S/)										
	Set.14	Set.15	Set.16	Set.15 / Set.14		Set.16 / Set.15		Dolarización (%)		
				Flujo	Var. %	Flujo	Var. %	Set.14	Set.15	Set.16
<b>Total Hogares</b>	<b>73 953</b>	<b>82 364</b>	<b>89 516</b>	<b>8 412</b>	<b>11,4</b>	<b>7 152</b>	<b>8,7</b>	<b>23,9</b>	<b>17,2</b>	<b>13,9</b>
Consumo	39 037	44 694	49 460	5 657	14,5	4 765	10,7	10,9	7,7	6,1
<i>Tarjeta de Crédito</i>	14 310	17 394	19 318	3 084	21,6	1 923	11,1	8,1	6,8	6,9
<i>Préstamos cuota<sup>2/</sup></i>	24 727	27 300	30 142	2 573	10,4	2 842	10,4	12,5	8,3	5,7
<i>Vehicular</i>	2 753	2 682	2 968	-71	-2,6	286	10,7	74,9	51,7	29,3
Hipotecario	34 915	37 670	40 057	2 754	7,9	2 387	6,3	38,5	28,6	23,4

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2016 (S/ 3,4 por US\$ 1).  
2/ Corresponde a los créditos no revolventes que se otorgan en la modalidad de cuotas.  
Fuente: Balances de comprobación.

El ritmo anual de crecimiento del crédito a los hogares viene decreciendo (8,7% anual en setiembre de 2016 versus 11,4% anual en setiembre de 2015), como consecuencia de las medidas correctivas en la política de créditos implementadas por las entidades financieras para contener el aumento de la morosidad.

Ante el aumento de la morosidad, se efectuó una mayor segmentación de mercado de acuerdo a los niveles de riesgo crediticio de los deudores. Por ello, se implementaron políticas más rigurosas de evaluación y de monitoreo de créditos, de cancelación de líneas de crédito y de consolidación de deudas de tarjeta de crédito de otras instituciones.

Cuadro 3.7 MOROSIDAD DE COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO A HOGARES (%)									
	Total			Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
	Set.14	Set.15	Set.16	Set.14	Set.15	Set.16	Set.14	Set.15	Set.16
<b>Total Hogares</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,7</b>
Consumo	5,0	4,8	5,3	5,2	4,8	5,3	3,6	5,1	5,8
<i>Tarjeta de Crédito</i>	5,7	5,1	6,3	5,9	5,3	6,5	3,2	2,6	2,7
<i>Préstamos cuota<sup>1/</sup></i>	4,6	4,6	4,7	4,8	4,5	4,5	3,8	6,3	8,3
<i>Vehicular</i>	4,1	5,0	5,0	5,4	2,9	2,3	3,6	7,1	11,8
Hipotecario	1,7	2,1	3,0	1,6	1,8	2,5	2,0	3,0	4,3

1/ Corresponde a los créditos no revolventes que se otorgan en la modalidad de cuotas.  
Fuente: Balances de comprobación.

17 Este riesgo se origina por el hecho que la mayoría de los hogares no genera sus ingresos en moneda extranjera sino en moneda nacional. Así, un eventual incremento abrupto del tipo de cambio elevaría el costo de la deuda en moneda extranjera, lo cual podría deteriorar la capacidad de pago de los deudores y con ello, la calidad de los activos del sistema financiero.

El ratio de morosidad aumentó con más intensidad en los préstamos otorgados a través de las tarjetas de crédito, luego de que dichos préstamos registraran un alto crecimiento en el año 2015. La mayor morosidad se dio tanto en las entidades especializadas en dicho segmento como en los bancos de mayor tamaño<sup>18</sup>. En éstos últimos, también se observa incrementos de la morosidad en los créditos hipotecarios.

Por monedas, la morosidad de los créditos a los hogares registró mayores aumentos en los créditos en moneda extranjera, salvo en el segmento de tarjetas de crédito. La mayor morosidad en los créditos en moneda extranjera se presenta en los vehiculares y en los hipotecarios, cuyo nivel de dolarización aún expone al sistema financiero al riesgo cambiario crediticio.

- 30. Los mayores ratios de morosidad en los créditos hipotecarios se presentan en los clientes con saldos de deuda menores a S/ 250 mil.** La morosidad en estos créditos viene aumentando en los últimos tres años, tanto en los créditos otorgados con recursos del Fondo Mivivienda como con aquellos con recursos propios. En los créditos mayores a S/ 250 mil la morosidad es menor, aunque también muestran una tendencia creciente<sup>19</sup>.

Como consecuencia del aumento de la morosidad, los bancos efectuaron ajustes en su política entre fines de 2013 y el primer semestre de 2014, implementando un modelo de selección de deudores más conservador y reforzando sus áreas de riesgos y de seguimiento y cobranzas de créditos.

Dichas medidas han atenuado la tasa de crecimiento anual de los créditos hipotecarios, tanto en la categoría de deuda menor a S/ 250 mil (10,5% en setiembre de 2014; 4,3% en setiembre de 2015; y 2,4% en setiembre de 2016) como en la categoría de deuda mayor a S/ 250 mil (19,4%, 21,7% y 13% para las fechas mencionadas).

**Cuadro 3.8**  
**CARACTERÍSTICAS DE LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS EN SETIEMBRE DE 2016<sup>1/</sup>**

	Por rango de deuda				
	Menores a S/ 250 mil			Mayores a S/ 250 mil	Total
	MiVivienda (A)	Fondos propios (B)	Total (A)+(B)		
Número total de deudores	87 084	108 652	193 293	42 071	232 659
Créditos hipotecarios (millones de S/)	6 393	11 669	18 062	21 994	40 057
Crédito promedio (S/)	73 411	107 402	93 445	522 787	172 168
Ratio de morosidad <sup>2/</sup>	2,86	3,44	3,23	2,72	2,95
Clientes morosos (% Número total de clientes)	5,36	7,12	6,41	2,72	5,81

1/ No se considera al Banco de la Nación.  
2/ La cartera morosa considera la cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada.  
Fuente: Reporte de Crédito Consolidado.

- 18 Pese al aumento de la morosidad, las entidades financieras continuaron con el proceso de incorporación de nuevos sujetos de crédito. A setiembre de 2016, el número de deudores en tarjetas de crédito ascendió a 2,9 millones de personas, registrando un crecimiento de 2,2% con respecto a setiembre de 2015. Además, las tasas de interés disminuyeron ligeramente en moneda nacional (de 51,29% a 49,98%) y en moneda extranjera (de 35,48% a 34,96%).
- 19 El ratio de morosidad pasó de 1,76% en setiembre de 2015 a 2,72% en setiembre de 2016.







**Cuadro 3.9**  
**RATIO DE MOROSIDAD DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS**

Menores a S/ 250 mil			
	Set.14	Set.15	Set.16
<b>Total</b>	<b>2,26</b>	<b>2,52</b>	<b>3,23</b>
Recursos Mivivienda	1,69	2,06	2,86
Recursos propios	2,54	2,77	3,44
Mayores a S/ 250 mil			
	Set.14	Set.15	Set.16
Recursos propios <sup>1/</sup>	1,12	1,76	2,72

1/ Solo hay 16 créditos hipotecarios Mivivienda que no presentan morosidad.  
Fuente: Reporte de Crédito Consolidado

Es importante mencionar que, pese a los aumentos de la morosidad, el número de deudores hipotecarios creció en 3,3% en los últimos doce meses, alcanzando las 232,7 mil personas a setiembre de 2016. En ese mismo período, las tasas de interés de los créditos hipotecarios aumentaron ligeramente en moneda nacional (de 8,59% a 8,82%) y se redujeron en moneda extranjera (de 6,81% a 6,46%).

**31. Los deudores sólo con deuda de consumo representan el 94,8% de los deudores del segmento hogares y su deuda alcanza al 49% del total del segmento.**

**Cuadro 3.10**  
**CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DE LOS HOGARES EN SETIEMBRE DE 2016<sup>1/</sup>**

	Sólo hipotecario	Sólo consumo	Consumo e hipotecario	Total deuda de hogares
Número de deudores	81 806	4 257 976	150 853	4 490 635
Saldo deuda (millones de S/)	11 074	43 907	34 535	89 516
Deuda promedio (S/)	135 365	10 312	228 934	19 934
Cartera morosa (% Deuda) <sup>2/</sup>	5,34	5,35	2,53	4,26
CAR, Cartera de Alto Riesgo (% Deuda) <sup>3/</sup>	7,57	8,83	4,82	7,12

1/ No se considera al Banco de la Nación.

2/ La cartera morosa considera la cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada.

3/ La CAR considera la cartera de los deudores con clasificación CPP, Deficiente, Dudoso y Pérdida.

Fuente: Reporte de Crédito Consolidado.

Sólo el 1,8% de los deudores cuentan sólo con deuda hipotecaria pero el nivel de esa deuda representa el 12,4% del total. Además, el 3,4% de los deudores tienen préstamos hipotecarios y de consumo cuyo saldo de deuda concentra el 38,6% del sector de los hogares.

En los últimos doce meses, el ratio de morosidad en los deudores que cuentan únicamente con créditos hipotecarios aumentó de 3,80% a 5,34%. Asimismo, en el grupo que cuenta sólo con créditos de consumo, la morosidad pasó de 4,9% a 5,35%. Por su parte, en los deudores que cuentan con ambos tipos de créditos, el ratio de morosidad se incrementó de 1,90% a 2,53%.

Cabe añadir que, en los últimos doce meses, el monto de deuda promedio en los hogares creció en 7,2%.

## IV. MERCADO DE CAPITALES

### 32. El grado de profundidad del mercado sigue siendo bajo, a pesar de la aparición de ciertos signos de mejoría.

Por un lado, el indicador de Capitalización Bursátil (como proporción del PBI) mantuvo una tendencia creciente en el último año, explicada por la recuperación del precio de los *commodities* desde inicios de este año, el cambio de percepción del mercado en cuanto a una mayor gradualidad de la Reserva Federal en su política de elevar la tasa de interés y los resultados de las recientes elecciones generales.

**Cuadro 4.1**  
**INDICADORES DEL GRADO DE PROFUNDIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES**

	Jun.15	Set.15	Dic.15	Mar.16	Set.16
<b>Deuda Pública</b>					
Bonos Soberanos y Letras del Tesoro (como % de la deuda pública total)	40,5%	45,5%	34,7%	36,5%	40,4%
Bonos Soberanos y Letras del Tesoro (como % del PBI)	8,1%	9,5%	8,1%	8,5%	9,0%
<b>Deuda Privada</b> (% de Deuda Corporativa que se negocia en el Mercado de Capitales)	13,6%	13,9%	14,3%	14,1%	14,8%
<b>Capitalización Bursátil</b> (% del PBI)	60,1%	48,6%	50,5%	56,5%	61,6%

Fuente: Banco Central de Reserva, Bloomberg y Ministerio de Economía y Finanzas.

De otro lado y a pesar de que los indicadores de Deuda Pública y Deuda Privada mostraron cierta mejora, el nivel alcanzado por dichos indicadores muestra que esos mercados de deuda aún registran un nivel incipiente de desarrollo.

Entre enero y setiembre de 2016, las colocaciones de bonos de entidades no financieras (incluye bonos corporativos y bonos de titulización emitidos mediante oferta pública pero no incluye emisiones de instrumentos de corto plazo) alcanzaron S/ 1 741 millones (versus S/ 2 658 millones en igual período del año anterior). El 99% de estos valores se emitió en soles (84% en igual período del año anterior), hecho que refleja la mayor preferencia de las empresas por endeudarse en moneda nacional.

### 33. La liquidez del mercado de capitales doméstico es estructuralmente baja.

Los indicadores de liquidez de los mercados de deuda soberana y de renta variable muestran un estancamiento en los últimos meses.

El indicador de liquidez del mercado de deuda soberana alcanza un valor de 1, como reflejo del bajo grado de rotación de la deuda soberana peruana (0,56 veces





versus 11,4 veces de la deuda soberana de Estados Unidos). Asimismo, el indicador de liquidez del mercado bursátil alcanza un valor de 1, reflejando la baja frecuencia de negociación de las acciones inscritas en la BVL (sólo 7 de las 100 acciones más líquidas fueron negociadas en más del 95% de días).

El monto promedio de negociación de las operaciones de renta variable al contado en la BVL mejoró ligeramente, aunque aún se ubica en un nivel muy por debajo del máximo alcanzado en el año 2007. La mejora en este año es atribuible al impacto favorable de las elecciones locales, la permanencia de la BVL en el índice de mercados emergentes elaborado por MSCI (anunciada en junio pasado) y la exoneración temporal (del 1 de enero de 2016 al 31 de diciembre de 2018) del impuesto a la renta a las ganancias de capital por la enajenación de acciones líquidas efectuadas en mecanismos centralizados de negociación (Ley N° 30341).

Sin embargo, es importante fomentar que la negociación de instrumentos de renta variable en la BVL se incremente, puesto que la permanencia de la bolsa local en el índice de mercados emergentes es evaluada permanentemente por MSCI. Por lo mismo, en el caso de que deje de cumplir con los requisitos mínimos para pertenecer al índice de mercados emergentes<sup>20</sup>, la bolsa peruana podría ser reclasificada a la categoría de mercado frontera.



De otro lado, el rendimiento de la BVL en lo que va de 2016 ha sido ampliamente positivo, luego de más de tres años de mostrar un desempeño negativo. A nivel mundial, la bolsa peruana es una de las más rentables: el Índice Perú General registra una ganancia acumulada de 56,3% hasta el 30 de setiembre, mientras que el Índice Selectivo presenta un rendimiento acumulado de 80,5%.

20 Actualmente, la BVL cumple con el requisito mínimo de tener 3 acciones (Buenaventura, Credicorp y Southern Copper) que satisfacen los criterios de capitalización de mercado y de liquidez para ser categorizada como "mercado emergente" por MSCI.

**Cuadro 4.2**  
**PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES<sup>1/</sup>**

Región	Índice	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Set.16	Var. %		
						2014	2015	2016 <sup>2/</sup>
<b>América</b>								
EE.UU	Dow Jones	16 577	17 823	17 425	18 308	7,5	-2,2	5,1
EE.UU	S&P 500	1 848	2 059	2 044	2 168	11,4	-0,7	6,1
Brasil	Bovespa	21 820	18 887	10 961	17 988	-13,4	-42,0	64,1
Chile	IGPA	34,68	31,08	25,60	30,52	-10,4	-17,6	19,2
Colombia	IGBC	6,77	4,89	2,69	3,41	-27,8	-45,0	26,8
<b>Perú</b>	<b>Peru General<sup>3/</sup></b>	<b>5 633</b>	<b>4 964</b>	<b>2 886</b>	<b>4 511</b>	<b>-11,9</b>	<b>-41,9</b>	<b>56,3</b>
<b>Perú</b>	<b>LIMA 25<sup>4/</sup></b>	<b>8 180</b>	<b>6 799</b>	<b>3 781</b>	<b>6 826</b>	<b>-16,9</b>	<b>-44,4</b>	<b>80,5</b>
<b>Europa</b>								
Alemania	DAX	13 182	11 921	11 722	11 802	-9,6	-1,7	0,7
Reino Unido	FTSE 100	11 181	10 231	9 197	8 948	-8,5	-10,1	-2,7
<b>Asia</b>								
Japón	Nikkei 225	155,0	146,1	157,8	162,2	-5,8	8,0	2,8
Corea	KOSPI	1,91	1,75	1,66	1,86	-8,4	-4,7	11,7
China	Shanghai Composite	350	521	546	451	49,1	4,7	-17,4

1/ Estimados considerando como moneda base el dólar americano.  
2/ Acumulado al 30 de setiembre.  
3/ Anteriormente IGBVL.  
4/ Anteriormente ISBVL.  
Fuente: Bloomberg.

Entre enero y setiembre de 2016, el volumen negociado de bonos soberanos en el mercado secundario se contrajo en 14,1% respecto al mismo período del año anterior, debido en parte a los mayores montos colocados de estos títulos en el mercado primario en lo que va del año, lo que ha impactado en su negociación secundaria. Ello llevó a una reducción del indicador de rotación de esos bonos (de 0,74 veces en setiembre de 2015 a 0,56 veces en setiembre de 2016).

**Cuadro 4.3**  
**MONTO NEGOCIADO DE BONOS SOBERANOS**

Año	Monto anual negociado (Millones S/) <sup>1/</sup>	Var. % anual
2004	7 104	53,0
2005	9 636	35,6
2006	10 764	11,7
2007	19 800	83,9
2008	20 292	2,5
2009	33 444	64,8
2010	35 184	5,2
2011	27 744	-21,1
2012	33 828	21,9
2013	34 368	1,6
2014	44 536	29,6
2015	31 848	-28,5
2016 (ene-set)	20 950	-14,1

1/ No considera operaciones realizadas entre entidades del mismo grupo económico ni aquellas que impliquen algún tipo de operación de reporte.  
Fuente: MEF.

En la actualidad, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) viene realizando nuevas operaciones para mejorar el perfil de deuda del país a través de la mayor participación de la moneda local en el portafolio de la deuda pública. Así lo evidencia la colocación en el mercado internacional del Bono Soberano 2028 por S/ 10 250 millones, realizada





en setiembre pasado, la que resulta ser la emisión en moneda local más grande que haya sido colocada por una economía emergente en los mercados de capitales internacionales y que reabre estos mercados para los emisores latinoamericanos.

**Cuadro 4.4**  
**TENENCIAS DE BONOS DEL TESORO**

	Set.14		Set.15		Set.16	
	Mill. de S/	Estruct.	Mill. de S/	Estruct.	Mill. de S/	Estruct.
Bancos	4 517	11,85%	5 449	11,59%	6 925	12,64%
AFP's	13 569	35,60%	17 176	36,53%	20 193	36,86%
No Residentes	14 983	39,31%	17 373	36,95%	20 484	37,39%
Entidades de Seguro	2 695	7,07%	3 540	7,53%	4 125	7,53%
Personas Naturales	23	0,06%	24	0,05%	22	0,04%
Otros <sup>1/</sup>	2 321	6,09%	3 456	7,35%	3 035	5,54%
<b>Total</b>	<b>38 116</b>	<b>100%</b>	<b>47 018</b>	<b>100%</b>	<b>54 784</b>	<b>100%</b>

1/ Fondos privados y fondos públicos.  
Fuente: MEF.

En los últimos meses, los inversionistas no residentes y las AFP han mantenido su exposición en bonos soberanos peruanos en un poco más de 35% del total de bonos. Sin embargo, se espera que con las recientes operaciones de administración de pasivos y nuevas emisiones de bonos soberanos por parte del MEF en lo que resta del año, el apetito de esos inversionistas por estos instrumentos aumente. Así, en la última colocación de Bono Soberano 2028, la demanda ascendió a cerca de S/ 24 mil millones (más del doble del monto colocado).

- 34. A setiembre de 2016, el portafolio administrado por los inversionistas institucionales ascendió a S/ 192 746 millones, pero estos inversionistas aún mantienen un bajo nivel de desarrollo.** Si bien el tamaño del portafolio administrado por estos inversionistas creció en 16,3% en los últimos doce meses, este indicador como proporción del PBI se ha estancado (30% del PBI), lo que mantiene al Perú altamente rezagado en este aspecto con relación al nivel de referencia (232% del PBI en los Estados Unidos).

A ello se suma que los recientes cambios normativos en el SPP pueden frenar el desarrollo de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP), que son los principales inversionistas institucionales del mercado doméstico de capitales.

**Cuadro 4.5**  
**PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES**  
(Millones de S/)

	Dic.14	Set.15	Set.16	Estructura	
				Set.15	Set.16
AFP	114 503	115 817	136 684	70%	71%
Fondos Mutuos	18 617	20 257	24 584	12%	13%
Empresas de Seguros	26 272	29 608	31 478	18%	16%
<b>Total</b>	<b>159 392</b>	<b>165 682</b>	<b>192 746</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: SMV y SBS.

- a. **La cartera administrada por las AFP ascendió a S/ 136 684 millones, lo que representa un incremento de 18% con respecto a setiembre de 2015.** La composición de la cartera muestra una mayor participación de las tenencias de certificados de depósitos del BCRP y de títulos de renta variable, que fue compensada por una menor participación de los depósitos en el sistema financiero. Las inversiones en renta variable se concentran en los sectores financiero, alimentos y bebidas, eléctrico y minero.

A setiembre de 2016, las inversiones en el exterior representan el 40% del portafolio administrado, porcentaje inferior al límite operativo vigente de 42%. Estas inversiones se concentran casi en su totalidad en cuotas de participación en fondos mutuos (S/ 51 217 millones, que representan el 93,5% de la inversión en el exterior de las AFP); en bonos emitidos por empresas financieras y no financieras (S/ 1 792 millones); en títulos de deuda de gobiernos y de organismos internacionales (S/ 928 millones); en títulos de renta variable (S/ 404 millones); y, en certificados y depósitos a plazo de empresas financieras (S/ 428 millones).

**Cuadro 4.6**  
**COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO**  
(Millones de S/)

	Dic.14	Set.15	Set.16	Estructura	
				Set.15	Set.16
<b>Inversiones domésticas</b>	<b>67 994</b>	<b>71 014</b>	<b>81 915</b>	<b>61%</b>	<b>60%</b>
Bonos del gobierno	19 841	20 689	25 038	18%	18%
Certificados de Depósito del BCRP	448	0	2 327	0%	2%
Depósitos en el sistema financiero	7 536	12 156	9 948	10%	7%
Renta fija sector privado	14 441	16 239	17 692	14%	13%
Títulos de renta variable	13 852	9 152	13 858	8%	10%
Sociedades Titulizadoras	5 844	6 762	6 972	6%	5%
Fondos mutuos y de inversión	5 419	5 744	5 681	5%	4%
Operaciones en tránsito	612	273	399	0%	0%
<b>Inversiones en el exterior</b>	<b>46 509</b>	<b>44 803</b>	<b>54 769</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>
<b>Total</b>	<b>114 503</b>	<b>115 817</b>	<b>136 684</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: SBS.

El porcentaje de inversiones en activos líquidos de las AFP (depósitos en el sistema financiero local y exterior) ha disminuido significativamente en el último año, de 11,1% en setiembre de 2015 a 7,5% en setiembre de 2016. Ello se explica, en parte, por los recientes cambios normativos en el SPP que permiten a los afiliados el retiro de parte de sus fondos acumulados en su CIC. Dichos retiros han sido atendidos por las AFP con los depósitos que mantienen en el sistema financiero.

En el último año, los tres tipos de Fondo han alcanzado rentabilidades nominales anualizadas superiores al 13%, reflejando el buen desempeño de los índices de la bolsa peruana a setiembre de 2016.





**Cuadro 4.7**  
**RENTABILIDAD NOMINAL ANUALIZADA DE LOS FONDOS DE PENSIONES\***  
(%)

	1 año	3 años	5 años	8 años
Fondo 1	13,07	7,89	6,82	6,96
Fondo 2	15,54	8,52	6,72	7,90
Fondo 3	16,48	6,55	5,03	6,48

\*Calculada a setiembre de 2016.  
Fuente: SBS.

Sin embargo, se debe indicar que la futura rentabilidad de los fondos de pensiones puede verse afectada negativamente con los cambios normativos al SPP que permiten el retiro anticipado de los fondos previsionales. Ello incentiva que las AFP mantengan un mayor nivel de liquidez en su portafolio, reduciendo el volumen de inversiones en activos de largo plazo (más rentables pero menos líquidos) para atender los eventuales retiros de los afiliados<sup>21</sup>.

- b. **En setiembre de 2016, el portafolio de inversión de los fondos mutuos alcanzó un total de S/ 24 584 millones, 21,4% más que en setiembre de 2015, crecimiento explicado principalmente por las mayores inversiones en activos líquidos y de renta fija.** Cabe notar que estos fondos destinan más del 80% de su portafolio a activos líquidos (depósitos en el sistema financiero). El número de partícipes en estos fondos se incrementó en 9% en los últimos doce meses, alcanzando un máximo histórico de 415 mil.

**Cuadro 4.8**  
**PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS**  
(Millones de S/)

Composición de las inversiones	Dic.14	Set.15	Set.16	Estructura	
				Set.15	Set.16
Depósitos	14 847	16 759	20 208	83%	82%
Renta fija	2 952	2 777	3 485	14%	14%
Renta variable	818	721	891	4%	4%
<b>Total</b>	<b>18 617</b>	<b>20 257</b>	<b>24 584</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Número de partícipes (en miles)	352	380	415		

Fuente: SMV - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

En el último año, los fondos mutuos de renta variable y de renta mixta mostraron un desempeño positivo y obtuvieron mayor rendimiento que los de renta fija (que representan el 93,2% del patrimonio total administrado por estos inversionistas institucionales).

21 La disminución en la duración del portafolio administrado por las AFP llevaría a una reducción de la rentabilidad del portafolio por efecto de la prima por liquidez, entre otras razones.

**Cuadro 4.9**  
**RENTABILIDAD NOMINAL DE LOS FONDOS MUTUOS\***  
(%)

	Set.16/Set.15
<b>Renta Mixta</b>	
Renta Mixta Soles	27,4
Renta Mixta Dólares	15,7
Renta Mixta Internacional	8,7
<b>Renta Variable</b>	
Renta Variable Soles	48,5
Renta Variable Dólares	37,5
<b>Renta Fija</b>	
Renta Soles	4,6
Renta Dólares	0,9

\* Promedio.  
Fuente: SMV.

- c. **El portafolio de inversión de las empresas de seguros ascendió a S/ 31 478 millones en setiembre de 2016 (aumento de S/ 1 870 millones respecto a setiembre de 2015).** Si bien el 82% del patrimonio administrado por estos inversionistas se destina a inversiones financieras de largo plazo, en el último año ocurre una mayor diversificación de cartera, con un incremento en las participaciones relativas de las inversiones financieras de corto plazo, de las inversiones en inmuebles y de las inversiones líquidas.

**Cuadro 4.10**  
**PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS DE SEGUROS**  
(Millones de S/)

Composición de las inversiones	Dic.14	Set.15	Set.16	Estructura	
				Set.15	Set.16
Caja y bancos	1 169	1 045	1 462	4%	5%
Inversiones financieras < 1 año	1 865	1 853	2 327	6%	7%
Inversiones financieras > 1 año	22 073	25 417	25 957	86%	82%
Inversiones en inmuebles	1 165	1 293	1 733	4%	6%
<b>Total patrimonio administrado</b>	<b>26 272</b>	<b>29 608</b>	<b>31 478</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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

**Cuadro 4.11**  
**RANKING DE PRIMAS DE SEGUROS NETAS POR RAMOS**  
(Millones de S/)

	2014	Ene. - Set. 2015	2015	Ene. - Set. 2016
Rentas Vitalicias <sup>1/</sup>	1 943	1 680	2 237	1 101
Seguros de Vida en Grupo (Desgravamen)	1 475	1 225	1 632	1 303
Primas de invalidez y sobrevivencia	794	656	890	690
Seguros de Vida individuales	588	527	720	612
Ramos de Seguros Generales, Accidentes y enfermedades y otros	5 354	4 673	6 265	4 682
<b>Total</b>	<b>10 154</b>	<b>8 761</b>	<b>11 744</b>	<b>8 388</b>

<sup>1/</sup> Incluye Rentas Vitalicias de Jubilación, Rentas de Invalidez y Rentas de sobrevivencia.  
Fuente: SBS.







Si bien se registró un crecimiento de los activos administrados por las empresas de seguros en los últimos doce meses, se observó una contracción del portafolio en el último semestre (de S/ 32 125 millones a S/ 31 478 millones), asociada al impacto de los cambios normativos en el SPP que afectaron las primas recibidas por las empresas de seguros por concepto de Rentas Vitalicias. Sin embargo, es importante indicar que, a futuro, este impacto se puede aminorar en la medida que las empresas de seguros ofrezcan nuevos productos que sean suficientemente atractivos para retener a los afiliados.

- 35. La alta proporción invertida en activos líquidos dentro del portafolio de los inversionistas institucionales refleja por un lado la escasez de alternativas de inversión en el mercado doméstico pero también la posición conservadora que toman algunos de estos inversionistas.** En promedio, la proporción invertida en depósitos en el sistema financiero alcanza el 17% (versus el 2% – 5% observado en el mercado de Estados Unidos para el período de 1980 a la actualidad).

A setiembre de 2016, los fondos mutuos (82,2% de su portafolio de inversión) y las AFP (7,6% de la cartera administrada) destinan una parte importante de sus portafolios a inversiones en activos líquidos (depósitos en entidades del sistema financiero local e internacional). En cambio, las empresas de seguros han mantenido una participación de los recursos líquidos (caja y bancos) relativamente baja y estable (4,6% del portafolio).

Esta clase de activos es un vehículo subóptimo de inversión para los fondos de pensiones debido a que no calzan con el tipo, el plazo ni la rentabilidad que deben tener los activos en los cuales deben invertir. En el caso de los fondos mutuos, esta clase de activo es más consistente para aquellos fondos de corto plazo.

- 36. En el siguiente Recuadro, se presenta y evalúa los sistemas de pensiones de Australia y el Reino Unido, cuyas experiencias pueden ser útiles para extraer lecciones en el contexto de la discusión acerca de una futura reforma del sistema de pensiones peruano.**

De acuerdo al *Melbourne Mercer Global Pension Index* (que evalúa más de 40 indicadores de los sistemas pensionarios de 25 países), a octubre de 2015, el sistema de pensiones de Australia ocupa el tercer lugar en el índice agregado aunque registra el puntaje más alto de todos los países en la categoría “Adecuación” (que mide los beneficios actuales que ofrece cada sistema). Por su parte, el Reino Unido ocupa el noveno puesto en el índice agregado, pero tiene uno de los puntajes más altos en “Integridad” (que enfatiza las características del sistema que contribuyen a que los participantes tengan confianza en el mismo).

Los casos de ambos países son relevantes porque están sujetos a una serie de reformas orientadas a mejorar sus sistemas pensionarios, aunque muestran problemas importantes en términos de “Sostenibilidad” (capacidad del sistema para seguir proporcionando los beneficios actuales en el futuro).

## Recuadro 2

### LECCIONES DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES DE AUSTRALIA Y EL REINO UNIDO

#### El Sistema Pensionario en Australia

Está conformado por tres Pilares: el Pilar Solidario (sistema público no contributivo con una pensión mínima financiada con impuestos); el Pilar Contributivo (sistema privado obligatorio para trabajadores dependientes, basado en contribuciones obligatorias del empleador); y, el Pilar Voluntario (sistema privado basado en contribuciones del empleador y/o del empleado, así como de trabajadores independientes).

Todo el sistema se encuentra regulado por la *Australian Prudential Regulation Authority* (APRA), entidad de gobierno que también regula y supervisa a bancos, cooperativas, sociedades inmobiliarias, compañías de seguros y seguros privados de salud. La edad de jubilación en Australia es de 65 años, aunque se ha programado su elevación gradual en 0,5 años cada dos años, hasta llegar a una edad de jubilación de 67 años.

En el **Pilar Solidario**, los recursos que se destinan a la pensión mínima (*Pensión Age*) son administrados por *Centrelink*, una división gubernamental del Departamento de Servicios Humanos. La pensión mínima asciende actualmente a una dotación quincenal de AUD 867 para solteros y de AUD 1 307 para parejas<sup>22</sup>. Para calificar como beneficiario de la pensión mínima, el individuo debe tener por lo menos 65 años de edad, ser residente en el país y haber vivido en Australia por más de 10 años. El otorgamiento de la pensión mínima está supeditado a una evaluación de ingresos y activos realizada por *Centrelink*.

En el **Pilar Contributivo**, corresponde al empleador contribuir con una tasa de 9,5% de la remuneración del empleado. Esta tasa de contribución subirá gradualmente a partir del año 2021 hasta alcanzar el 12% en el año 2025.

Por su parte, en el **Pilar Voluntario** el empleador puede efectuar contribuciones voluntarias por encima de la tasa señalada en el pilar contributivo. Adicionalmente, el trabajador puede acordar con su empleador que se le descuente un determinado porcentaje de su remuneración como contribución voluntaria a su cuenta de capitalización individual (*salary sacrifices contribution*). Finalmente, los trabajadores independientes son libres de decidir qué proporción de su ingreso se destina a financiar sus futuras pensiones.

Cabe señalar que los fondos aportados en forma obligatoria y voluntaria a las cuentas de capitalización individual son administrados por los *Superannuation Funds* (entidades conocidas abreviadamente como *Super* y que son similares a las AFP). Cada una de estas entidades cuenta con libertad para diseñar y ofrecer fondos a los cotizantes de los sistemas de pensiones. La regulación no establece fondos específicos ni impone restricciones máximas o mínimas en los instrumentos en los cuales pueden invertir.

Uno de los aspectos característicos del sistema de pensiones de Australia es la opción que confiere al cotizante para que, a la edad de jubilación, pueda disponer libremente de sus fondos acumulados en su cuenta de capitalización individual. Esta disposición fue establecida en 1993, como parte de la reforma al sistema de pensiones australiano. En ese sentido, la libre disponibilidad de los fondos previsionales a la edad de jubilación tiene una experiencia de más de 20 años en Australia. Adicionalmente, el jubilado puede optar por otras alternativas como el retiro programado, la renta vitalicia o una combinación de las anteriores (incluyendo la libre disposición de los fondos). El afiliado puede acceder a esta opción a los 55 años, si es que ha dejado de trabajar y se compromete a nunca volver a trabajar (actividad

22 Al 3 de octubre, un dólar australiano (AUD) equivale a US\$ 0,77.





remunerada por más de 40 horas en un período de 30 días). Incluso, una persona mayor de 55 años y menor de 65 años que continúa trabajando puede optar por un esquema de transición hacia la jubilación, por el cual retira anualmente el 10% de sus fondos acumulados.

El afiliado puede acceder, a cualquier edad, a los fondos acumulados en su cuenta de capitalización por desempleo, motivos humanitarios (tratamiento médico del afiliado o de un dependiente, pago de un préstamo hipotecario para prevenir un desalojo, modificación de la casa o el vehículo por necesidades especiales vinculadas a una incapacidad severa y pago de gastos asociados a la muerte de un dependiente) y severos problemas financieros.

Cabe señalar que la pensión mínima, tal como está diseñada en Australia, genera incentivos que afectan severamente la sostenibilidad de su sistema de pensiones. Ello ocurre debido a que las diversas excepciones que permiten que el afiliado haga uso de sus fondos acumulados antes de la edad de jubilación hacen posible que, al llegar a la edad de jubilación, el afiliado haya gastado esos fondos y que no cuente con recursos suficientes para asegurar una pensión en su vejez, por lo que podría postular y acceder a la pensión mínima del Pilar Solidario.

### El Sistema Pensionario en el Reino Unido

El sistema pensionario británico ha sufrido una importante reforma en el año 2015 y el nuevo esquema está en plena vigencia desde abril último.

El sistema se encuentra conformado por tres Pilares: Pilar Solidario (sistema público no contributivo con pensión mínima financiada con los ingresos del gobierno); Pilar Contributivo (sistema público obligatorio para trabajadores dependientes e independientes); y, Pilar Voluntario (sistema privado basado en contribuciones del empleador y/o del empleado en el caso de trabajadores dependientes, al que también pueden acceder los trabajadores independientes).

La regulación y supervisión del sistema es responsabilidad de *The Pensions Regulator*, entidad dependiente del *Secretary of State For Work and Pensions*. La edad de jubilación es de 65 años para hombres y de 63 años para mujeres (esta edad subirá gradualmente hasta llegar a 65 años antes de noviembre de 2018). Cabe agregar que, entre diciembre de 2018 y octubre de 2020, la edad de jubilación tanto para hombres como mujeres subirá a 66 años.

En el **Pilar Solidario**, existe el denominado *Guarantee Credit* o GC, que sustituyó al *Minimum Income Guarantee* en octubre de 2013 y que constituye una transferencia libre de impuestos a las personas con al menos 63 años de edad. El monto de la transferencia asciende a £155,60 por semana<sup>23</sup>. Dicha transferencia está sujeta a una evaluación de ingresos, teniéndose en consideración los ingresos percibidos por la persona en los Pilares Contributivo y Voluntario. Además, se toma en cuenta los depósitos de la persona en el sistema financiero así como sus inversiones en inmuebles (diferentes a primera vivienda). Para calificar como candidato a la GC se requiere tener una edad mínima de 63 años, tener un ingreso semanal por debajo del nivel del GC y encontrarse trabajando menos de 16 horas a la semana.

El **Pilar Contributivo** es un sistema público de reparto en el que participan todos los trabajadores, excepto aquellos que siendo dependientes perciben un salario igual o menor que el *Lower Earnings Limit* (£112 a la semana) o que, siendo independientes, cuenten con ingresos anuales por debajo del *Lower Profit Limit* de £8 060. La tasa de contribución entre los participantes en dicho Pilar varía de acuerdo al intervalo en el que se encuentre los ingresos del trabajador. En el caso general, para trabajadores dependientes, las tasas de contribución sobre

23 Al 3 de octubre, una Libra Esterlina (£) equivale a US\$ 1,28.

la remuneración es de 13,8% y 12%, para empleador y trabajador, respectivamente; y, para trabajadores independientes, la tasa es de 9% sobre los ingresos.

El **Pilar Voluntario** es un sistema privado y de capitalización individual, del cual forman parte los trabajadores independientes y los trabajadores dependientes que laboran en empresas grandes y medianas, aunque recientemente ha sido extendido a pequeñas y micro empresas. Este Pilar es de carácter voluntario pues el trabajador, al ingresar a trabajar a una empresa, solicita al empleador que lo inscriba en un esquema privado de pensiones, proceso que la regulación denomina como *Automatic Enrolment* (AE).

Es preciso señalar que en el Reino Unido, al igual que en Australia, se dispone de diferentes administradoras de fondos previsionales. Entre ellas, están las *Workplace* u *Occupational Pension Providers* que son constituidas por la propia empresa o grupo de empresas para ofrecer esquemas de pensiones a sus trabajadores. En consecuencia, al solicitar el trabajador su incorporación a un esquema privado de pensiones, el empleador procederá a inscribirlo a un *Workplace Provider*. Posteriormente, el trabajador podrá transferir sus recursos a otro proveedor de servicios de administración de fondos pensionarios.

Cabe destacar que de acuerdo a la reforma reciente del sistema pensionario británico, las personas al llegar a los 55 años de edad pueden efectuar un retiro libre de impuestos hasta por el equivalente al 25% de su fondo acumulado. El saldo puede mantenerse en una administradora de fondo de pensiones, utilizarse para comprar un producto de retiro programado y/o para adquirir un producto de renta vitalicia (The Pension Policy Institute, 2016). Anteriormente, se obligaba a que el saldo fuera invertido en una renta vitalicia antes de llegar a los 75 años de edad.

Antes de los 55 años de edad, procede el retiro solamente bajo circunstancias concretas, tales como una enfermedad severa o terminal, en cuyo caso el retiro está exonerado del pago de impuestos. Asimismo, se está considerando extender el retiro anticipado por problemas financieros severos, tal como sucede en Australia (Gillbe, 2015).

### Lecciones de los sistemas pensionarios de Australia y el Reino Unido

- a) La edad de jubilación debe guardar relación con las modificaciones en los patrones de longevidad poblacionales (reflejadas en las tablas de mortalidad).
- b) El establecimiento de una pensión mínima como parte del Pilar Solidario. En cualquier caso, destaca que todo sistema pensionario obligatorio garantice el otorgamiento de una pensión mínima, para lo cual es necesario el compromiso fiscal correspondiente. El otorgamiento de dicha pensión está supeditado al cumplimiento de un número mínimo de aportes y a una evaluación de ingresos y activos (que generan flujos de ingresos) la que, a su vez, requiere la entrega de información que acredite ingresos y activos, por lo que existe un incentivo a la formalización.
- c) El retiro del íntegro de los fondos acumulados a la edad de jubilación puede comprometer la sostenibilidad del sistema pensionario y recargar el costo del Pilar Solidario. Una investigación del sistema australiano de pensiones con data al año 2012 muestra que, al momento de su jubilación, el 50% de los afiliados opta por la libre disponibilidad de sus fondos mientras que el 50% restante opta casi en su totalidad (el 98% de esos afiliados) por una modalidad de retiro programado (Agnew, 2013). El estudio, además, precisa que un gran número de personas que retiran sus fondos a partir de los 55 años termina solicitando acceso a la pensión solidaria a los 65 años y resultan elegibles por insuficiencia de ingresos y activos.

Ello revela un problema de riesgo moral, pues los afiliados tienen incentivos a retirar sus fondos previsionales antes de la edad de jubilación y gastar el íntegro de esos recursos antes de llegar a los 65 años, de modo que puedan aplicar y acceder (por falta de ingresos y activos) a la pensión mínima del Pilar Solidario.





Otro estudio revela que el 30% de personas que hace uso de la opción de libre disposición de sus fondos previsionales emplea dichos fondos para pagar un crédito hipotecario, hacer mejoras a su vivienda o comprar una nueva vivienda; el 22% lo destina a una cuenta bancaria u otras inversiones financieras; el 13% lo utiliza para comprar un vehículo; y, el 19% contrata anualidades diferidas o deposita los fondos en otros administradores de fondos de pensiones (Australian Bureau of Statistics, 2013).

Una investigación especializada (Legal & General Investment Management Limited, 2015) que cita al principal proveedor de anualidades en Australia (*Challenger*) indica que las personas están endeudándose antes de su jubilación, usando como colateral sus fondos previsionales acumulados. Ello genera el riesgo de que, al jubilarse, el afiliado no cuente con fondos suficientes para asegurar una pensión durante su vejez.

Finalmente, una publicación de *Pensions World* de julio de 2016 cita el estudio de la *Social Market Foundation*, indicando que para enfrentar la libre disponibilidad de los fondos previsionales debe adoptarse un sistema de alerta temprana que permita identificar los riesgos para los consumidores y los contribuyentes. La publicación *Citywire* señala que el gobierno australiano viene evaluando la posibilidad de imponer algún tipo de restricción al libre acceso a los fondos previsionales (Mc Gagh, 2014).

#### Referencias Bibliográficas

- Agnew, Julie. "Australia's Retirement System: Strengths, Weaknesses, and Reforms", *Center for Retirement Research at Boston College*, April 2013, Number 13-5.
- Australian Bureau of Statistics, *Retirement and Retirement Intentions, Australia, July 2012 to June 2013*.
- Gillbe, Ruth, Call for Early Pension Access to be Reconsidered, FTAdvisor.com, 2015.
- Legal & General Investment Management Limited, *Generation DC: Delivering the Promise of Pension Freedoms*, 2015.
- Mc Gagh Michelle, *Pension Freedom? Australia shows what can go wrong*, 2014.
- Pensions Policy Institute (PPI), *The Pensions Primer: A Guide to the UK Pension System* (updated as at June 2016).

- 37. El modelo de pilares múltiples desarrollado por el Banco Mundial (y que se presentó en el Recuadro 4 del anterior REF de mayo de 2016) para el diseño de un sistema de pensiones contempla que el pilar no contributivo (pilar cero) y los pilares contributivos obligatorios (primer y segundo pilares) y voluntario (tercer pilar) puedan ser complementados por un cuarto pilar no financiero.** Este último incluye el acceso a otros beneficios o medios de sustento no pensionarios que podría recibir el jubilado y sus dependientes, tales como servicios de salud, vivienda, beneficios tributarios, entre otros.<sup>24</sup>

En ese contexto, una alternativa para complementar los ingresos de aquellas personas en etapa de jubilación (ya sea que reciban una pensión o no) que sean propietarias de una vivienda es el producto financiero denominado Hipoteca Inversa.

<sup>24</sup> Holzmann, Robert, Richard Hinz y Mark Dorfman, Pension Systems and Reform Conceptual Framework, SP Discussion Paper No. 0824, junio 2008.

### **Recuadro 3 LA HIPOTECA INVERSA<sup>25</sup>**

Una parte importante de la población en nuestro país tiende a realizar su ahorro a través de la construcción de viviendas, tanto para su uso personal como para su familia. La importancia de este ahorro en el Perú es de una magnitud tal que algunos analistas (por ejemplo, Hernando de Soto) lo estima en US\$ 70 mil millones (poco más del 35% del PBI). En la medida que sus ingresos lo permitan, estos agentes realizan ampliaciones en su vivienda (mayor número de pisos) o adquieren una segunda vivienda ya con fines precautorios.

Sin embargo, esta forma de ahorro tiene no sólo el problema de que no es líquida, sino también que su valor de realización se ve deteriorado por la informalidad legal existente tanto en términos registrales (propiedad) como en la forma en que se desarrolló la construcción. Los esfuerzos de formalización y de registro que se han efectuado en los últimos años están contribuyendo a que el mercado inmobiliario progresivamente pueda ayudar a una mejor valorización de estos inmuebles. No obstante, aún se requiere de bastante más trabajo.

Una posible alternativa para mejorar los niveles de pensiones es el uso de esas viviendas para generar un flujo mensual de recursos para sus propietarios, a través de la Hipoteca Inversa (HI), producto que, en la medida que esté adecuadamente regulado, permitiría que las personas en edad de jubilación obtengan ingresos adicionales usando para ello sus ahorros, expresados en sus viviendas propias.

#### Definición y Características

En una HI, una institución financiera brinda un crédito respaldado por un inmueble a una persona propietaria del mismo, con la característica de que el crédito no tiene que ser pagado mientras dicha persona ocupe la vivienda. El inmueble garantiza el reembolso del crédito, por lo que no se requiere la evaluación de la capacidad de pago de la persona. Al terminar el plazo del crédito, el prestatario (si es que no ha fallecido) o, en caso contrario, sus herederos pueden conservar la propiedad del inmueble si es que amortizan el crédito. El elemento básico de la HI es que proporciona pagos o rentas (generalmente periódicas) al propietario<sup>26</sup>, usualmente una persona en edad de retiro, haciendo de esta manera que el ahorro acumulado por éste expresado en un activo ilíquido como es un inmueble, le genere efectivo durante su vejez.

El monto del crédito que reciba la persona dependerá principalmente de los siguientes factores: i) el valor de la vivienda, que depende de la ubicación y la calidad de la construcción, entre otros, y se determina a través de un proceso de tasación; ii) la expectativa de apreciación del inmueble, ya que cuanto más alta sea esa expectativa, mayor será el valor que se le asignará a la vivienda; iii) la tasa de interés, pues mientras menor sea la tasa cobrada por la institución financiera (tasa de descuento) mayor será el préstamo a recibir; y, iv) la esperanza de vida del propietario, dado

25 Para más detalles sobre las características y riesgos de este producto, ver Concha y Lladó, "La hipoteca revertida: una propuesta para mejorar el acceso a las pensiones en el mercado peruano", Revista Moneda N° 154, BCRP, mayo de 2013.

26 En la experiencia internacional, las modalidades para recibir el crédito son: i) un solo pago; ii) mensualidades durante un periodo definido; iii) línea de crédito; iv) mensualidades mientras permanezca vivo el beneficiario y su cónyuge; y, v) una combinación de las anteriores.





que cuanto mayor sea esa esperanza mayor será el riesgo de longevidad del prestatario que asumiría la entidad financiera (la misma que puede contratar una póliza con una empresa de seguros para cubrir dicho riesgo).

Adicionalmente, el prestatario de la HI es responsable de asumir los costos por originar la HI, el pago de tributos y obligaciones pendientes relacionados con la vivienda así como la prima de seguro para la protección de la vivienda.

#### Riesgos de la HI

Los principales factores de riesgo para las entidades financieras asociados a la HI son: i) la longevidad del prestatario; ii) la tasa de interés que se cobra por el préstamo; y, iii) el valor de la propiedad. Los tres factores de riesgo mencionados podrían originar una situación en la cual el valor de la deuda exceda el valor de la vivienda. Frente a estos riesgos, las entidades financieras cuentan con opciones de mitigación, tales como la contratación de un seguro de renta vitalicia a una empresa aseguradora, el establecimiento de una tasa de interés variable para la HI y la diversificación geográfica en la cartera de inmuebles bajo HI, respectivamente.

De otro lado, los riesgos para el prestatario son: i) el ejercicio de la posición de dominio del prestamista; y ii) el riesgo de mercado, reflejado en variaciones en las tasas de interés y/o en los precios del mercado inmobiliario que afecten el valor del patrimonio.

#### Protección al cliente financiero

En la experiencia internacional, destaca la implementación de un régimen de asesoramiento al potencial prestatario de una HI, que garantice que el usuario alcance un apropiado nivel de conocimiento e información sobre esta operación. La asesoría suele estar a cargo de un profesional especializado en la materia, ajeno a la entidad financiera que interviene en la operación, el mismo que está acreditado y registrado ante el organismo financiero supervisor.

#### Experiencia internacional

A nivel internacional, la HI se viene utilizando en países desarrollados como Canadá, España, EE.UU., Reino Unido, Australia, Dinamarca, Holanda, Irlanda, Japón, Finlandia, Francia, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia, entre otros. El producto se orienta principalmente a personas mayores, usualmente jubilados.

Algunos de los factores clave para el desarrollo de este producto en países como EE.UU. y el Reino Unido han sido el adecuado asesoramiento durante la operación, el acceso a la información, los costos de la operación y la demostración al público objetivo que la HI es un producto seguro, accesible y flexible. La experiencia internacional muestra que, pese a contar con el producto, en algunos países la población objetivo conoce muy poco del mismo. Por ejemplo, en España, el 77% de personas mayores de 60 años no había oído hablar nunca de la HI y un gran número de personas considera que sus hijos adoptarían una posición negativa si decidiesen contratar este producto financiero.

#### El caso peruano

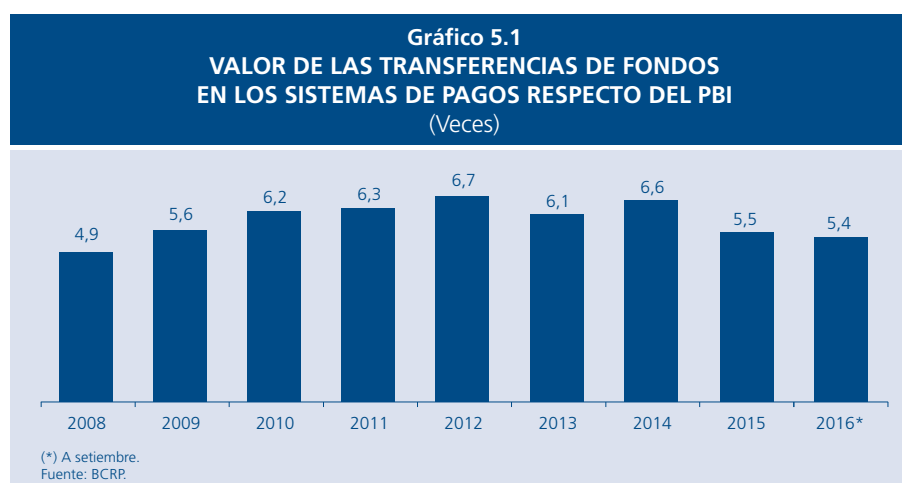
El marco legal peruano no regula específicamente la figura de la HI. Si bien las entidades financieras pueden ofrecer productos hipotecarios que tengan características de una HI, no habría seguridad jurídica debido a que se trataría de un tema contractual especial.

## V. SISTEMAS DE PAGOS

### 38. Los Sistemas de Pagos<sup>27</sup> continúan su desarrollo a través de la implementación de innovaciones que promueven el acceso y uso de los pagos electrónicos.

Los Sistemas de Pago han venido adoptando medidas para fortalecer su seguridad y eficiencia así como implementando nuevos instrumentos de pago. El BCRP lidera el Grupo Técnico Temático de Pagos (GTT de Pagos) de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF), coordinando con entidades públicas y privadas, estudios y acciones concretas para avanzar en la digitalización de los flujos de pagos en la economía.

En los últimos 12 meses a setiembre de 2016, el valor de las operaciones en los Sistemas de Pagos se redujo. El valor de las operaciones respecto al PBI disminuyó en el presente año, alcanzando 5,4 veces a setiembre (ver Gráfico 5.1).



El valor de las transferencias de fondos de los Sistemas de Pagos bajó 3,1%, sobre todo en el Sistema SLMV (12,1%) y en el Sistema LBTR (3,4%). En contraste, el

27 Los Sistemas de Pagos de importancia sistémica, según la Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores (Ley N° 29440) son el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), administrado por el BCRP, el Sistema de Compensación y Liquidación de cheques y de otros instrumentos compensables, administrado por la Cámara de Compensación Electrónica (CCE) y el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV), administrado por CAVALI.







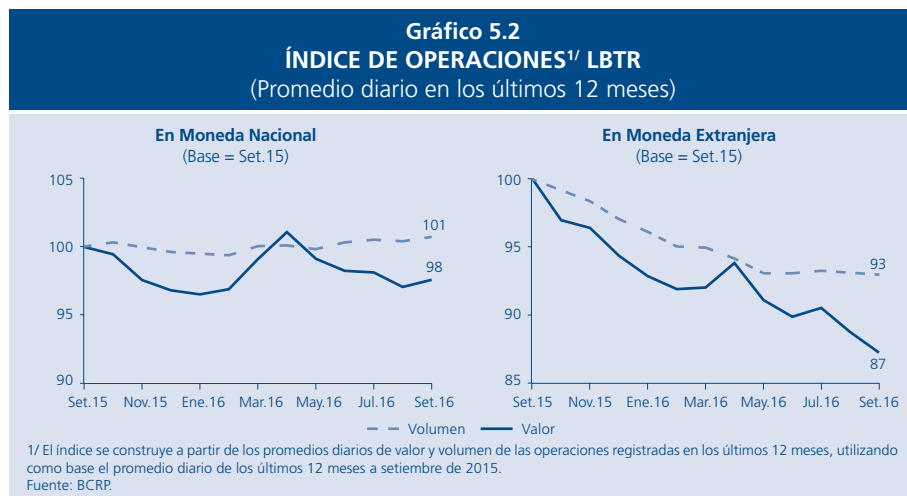
volumen de las transferencias de fondos de los Sistemas de Pagos se incrementó en 10,1% debido al mayor número de operaciones registradas en la CCE (10,7%).

Cuadro 5.1 SISTEMAS DE PAGOS (Promedio Diario en los últimos 12 meses)*						
	Setiembre 2015		Setiembre 2016		Var. %	
	Valor	Volumen	Valor	Volumen	Valor	Volumen
Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)	12 867	3 216	12 435	3 144	-3,4%	-2,2%
Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)	131	451	115	463	-12,1%	2,8%
Cámara de Compensación Electrónica (CCE)	950	70 863	965	78 465	1,5%	10,7%
<b>TOTAL</b>	<b>13 949</b>	<b>74 529</b>	<b>13 515</b>	<b>82 072</b>	<b>-3,1%</b>	<b>10,1%</b>

\* Valor expresado en millones de soles. Volumen expresado en número de operaciones.  
Fuente: BCRP.

**39. El Sistema LBTR<sup>28</sup> registró una disminución en el valor de las transferencias que procesa en ambas monedas.**

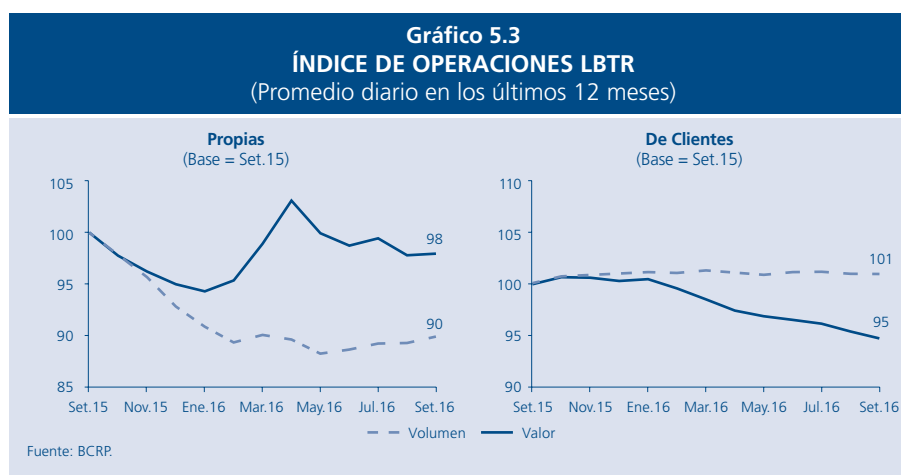
El valor de las operaciones en moneda nacional y en moneda extranjera disminuyó en 2,4% y 12,8% (3,4% si se expresa en soles), respectivamente (ver Gráfico 5.2). Ello, principalmente por la reducción de operaciones de compra y venta de moneda extranjera. El volumen de operaciones en moneda nacional se incrementó en 0,7%, mientras que en moneda extranjera se redujo en 7,1%



**40. Las operaciones propias de las empresas del Sistema Financiero y las realizadas por cuenta de clientes registraron una disminución en valor.**

28 Las transferencias de fondos por el Sistema LBTR se pueden clasificar en operaciones propias (realizadas por cuenta propia por los participantes en el sistema), y en operaciones de clientes (ordenadas por los participantes a nombre o a favor de sus clientes).

Las operaciones propias de los participantes en el Sistema LBTR disminuyeron en 2,1% en valor y 10,2% en volumen (ver Gráfico 5.3), resultado asociado a menores operaciones de compra y venta de moneda extranjera. El valor de las operaciones de clientes se redujo en 5,3% en valor, ligado en parte a la falta de dinamismo de la inversión privada. Sin embargo su volumen aumentó en 1,0% (ver Gráfico 5.3).



**41. El BCRP continuó promoviendo la interconexión electrónica<sup>29</sup> de empresas financieras no bancarias al Sistema LBTR con la finalidad de reducir riesgos y aumentar la eficiencia del sistema.**

En los últimos seis meses, se interconectaron vía Cliente Web LBTR la Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Cusco<sup>30</sup> y la Financiera Confianza. En setiembre de 2016, el número de participantes interconectados electrónicamente al Sistema LBTR llegó a 18 empresas bancarias<sup>31</sup>, 7 cajas municipales<sup>32</sup>, 3 financieras<sup>33</sup> y otras 4 empresas no financieras<sup>34</sup>.

El Sistema LBTR mantiene un bajo nivel de su ratio total de obligaciones sobre recursos líquidos<sup>35</sup>, reflejando que el sistema bancario tiene una amplia capacidad para hacer frente a sus obligaciones en ambas monedas (ver Gráfico 5.4). El ratio

29 Existen dos tipos de interconexión electrónica al Sistema LBTR, la Aplicación Participante LBTR y el Cliente Web LBTR (Circular 026-2011-BCRP). La primera se basa en servicios web que permiten que las transferencias se instruyan automáticamente desde los sistemas de los participantes. La segunda se realiza mediante un aplicativo para ingresar manualmente los datos de las transferencias de fondos.

30 La Financiera Edificar y Deutsche Bank dejaron de ser participantes en el Sistema LBTR.

31 Todas las empresas bancarias, incluyendo al Banco de la Nación y Agrobanco.

32 Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC) Trujillo, Sullana, Piura, Tacna, Arequipa y Cusco y la Caja Metropolitana de Crédito Popular (CMCP) de Lima.

33 Por la Aplicación Participante LBTR se conectó Crediscotia y por el Cliente Web LBTR la Financiera TFC y Financiera Confianza.

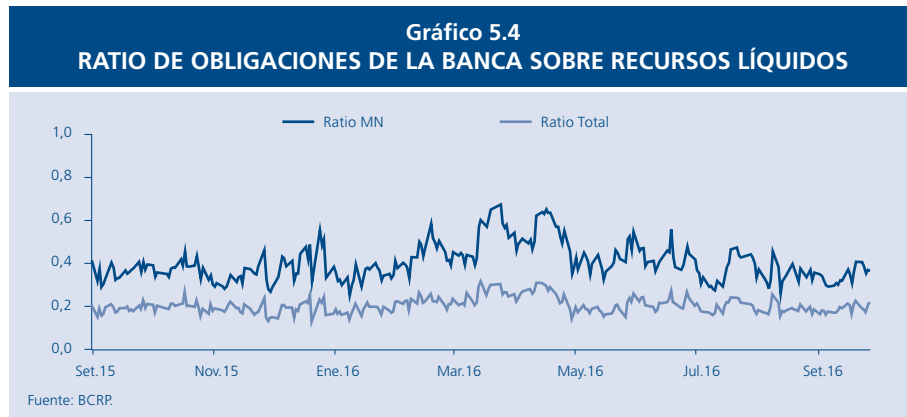
34 Ministerio de Economía y Finanzas, Fondo de Seguro de Depósitos, CAVALI y Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE).

35 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 mantenidos en el BCRP: cuenta corriente, valores y depósitos. Así, niveles del ratio por debajo de 1 indican holgura de liquidez en los Sistemas de Pagos.

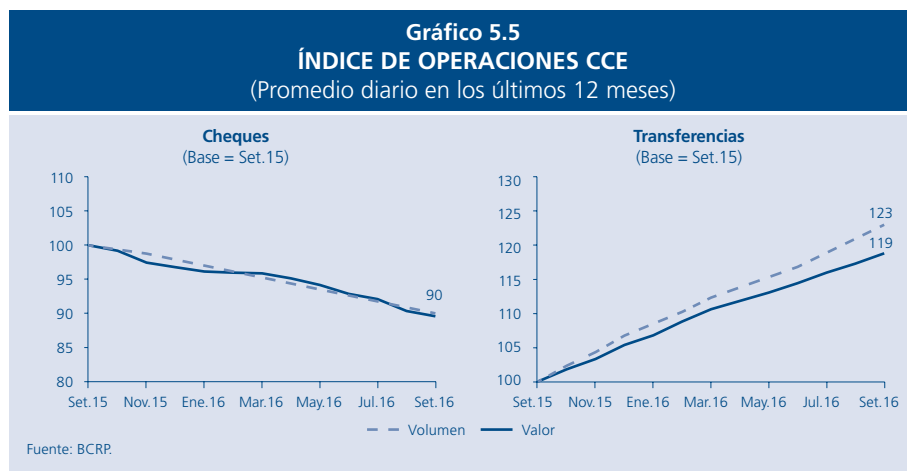




de obligaciones en moneda nacional redujo su nivel desde setiembre de 2015, asociado principalmente a una mayor tenencia de CDs por parte de la banca.



- 42. La aceptación por parte de la población de los medios electrónicos para realizar transferencias de fondos de bajo valor (pagos minoristas) es cada vez mayor.** Las operaciones procesadas en la CCE continuaron en aumento, tanto en valor como en cantidad de operaciones, presionando a la baja el uso de los cheques (ver Gráfico 5.5), por lo que su participación en el volumen total de operaciones en la CCE pasa de 37,2% a 30,2%.

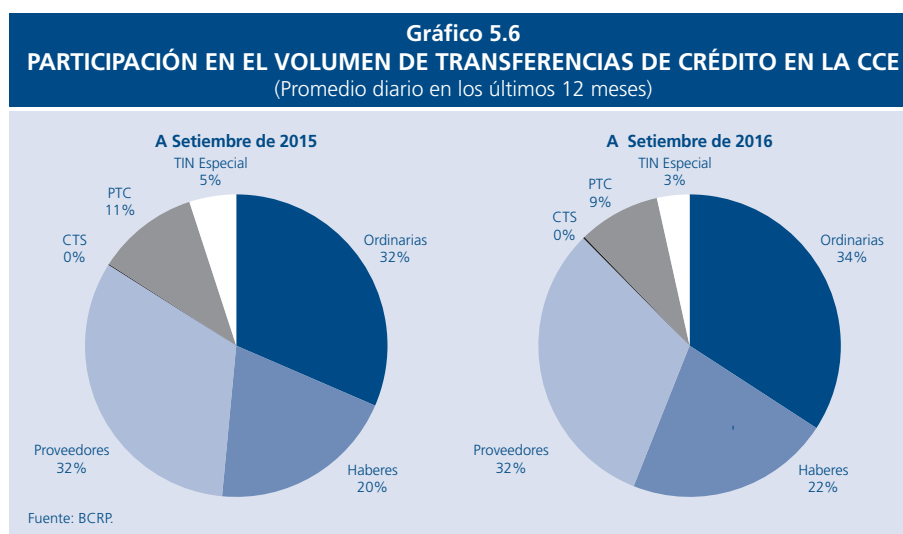


El volumen de las transferencias de crédito<sup>36</sup> registró una tasa de crecimiento de 23,0% (ver Gráfico 5.5), acorde con una mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte del público. En términos de valor, las transferencias de crédito subieron en 18,8%.

<sup>36</sup> Las transferencias de crédito son un instrumento de pago compensable en la CCE, mediante el cual se transfiere, de forma diferida, fondos de una cuenta en una entidad del sistema financiero, a una cuenta en otra entidad del sistema financiero. Las transferencias de crédito pueden ser ordinarias, para el pago de haberes, pago a proveedores, pago de CTS, pago de tarjetas de crédito (PTC) y por transferencia interbancaria ordinaria especial (TIN Especial).

**43. Las transferencias ordinarias y para pago a proveedores continúan siendo los principales tipos de transferencia de crédito en la CCE.**

A setiembre de 2016, las transferencias ordinarias y para pago a proveedores representaron en conjunto el 66% del total del volumen de transferencias de crédito en la CCE (ver Gráfico 5.6).



Desde abril de 2016, cada entidad tomó la decisión de mantener o retirar la promoción denominada TIN Especial dependiendo de su estrategia de negocio. A setiembre de 2016, BCP, Banco Falabella, Banco Financiero y la Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Trujillo mantienen esta promoción.

**44. A partir de julio de 2016, la CCE inició operaciones con un nuevo instrumento compensable, denominado Transferencia Inmediata, que permite incrementar la eficiencia de las transferencias de fondos de bajo valor.**

Están participando cuatro Cajas Municipales: Arequipa, Piura, Sullana y Trujillo; 5 bancos: Banco de la Nación, Scotiabank, BBVA Continental, BCP y BanBif; y la Financiera Crediscotia. En los últimos 3 meses se han realizado 1 584 Transferencias Inmediatas en promedio diario, donde tres bancos tienen una participación de 99% de las operaciones (BCP con 41%, Scotiabank con 34% y BBVA con 24%).

Cabe destacar que las comisiones que actualmente cobran algunas entidades bancarias por este servicio pueden afectar su desarrollo debido a que son cercanas a las que cobran por realizar transferencias a través del Sistema LBTR, donde no hay límite máximo sobre el monto<sup>37</sup> (ver Cuadro 5.2).

37 Las Transferencias Inmediatas tienen límites máximos sobre el monto a transferir de S/ 30 mil y US\$ 10 mil.





**Cuadro 5.2**  
**COMISIONES POR TRANSFERENCIAS INMEDIATAS**

	Transferencias Inmediatas*		LBTR	
	Soles	Dólares	Soles	Dólares
BBVA	7,80	2,71	22,00	7,61
SCOTIABANK	18,30	5,36	20,00	7,00
BCP	18,30	5,36	20,00	6,00
CREDISCOTIA	18,30	5,36	20,00	7,00

\* Comisiones calculadas en base a una transferencia de S/30 000 y US\$10 000 en la misma plaza y canal presencial. Incluye la comisión interbancaria.  
Fuente: Tarifarios Web de las entidades bancarias.

- 45. Si bien las transferencias interbancarias en el Perú no son tan elevadas como en otros países, la comisión que los bancos cobran por enviar fondos a “otra plaza” puede llegar hasta S/ 227,5 (US\$ 69,7).<sup>38</sup>**

Analizando otros países de la región, en Argentina y en Chile las transferencias interbancarias vía CCE no tienen costo para un cliente. En Brasil y en Colombia cuesta entre US\$ 2,5 y US\$ 5 si es por ventanilla, y alrededor de US\$ 2,5 si es por un medio electrónico. Por su parte, en Perú cuesta alrededor US\$ 1,2 por ventanilla y US\$ 1,1 si es electrónicamente mientras que en México, US\$ 1,5 si es por ventanilla y US\$ 0,2 por un canal electrónico.

Sin embargo, en Perú se cobra una comisión por transferir fondos interbancariamente a cuentas en “otra plaza”, la cual puede llegar hasta US\$ 69,7, y constituye una práctica inusual en la región. (Ver Cuadro 5.3).

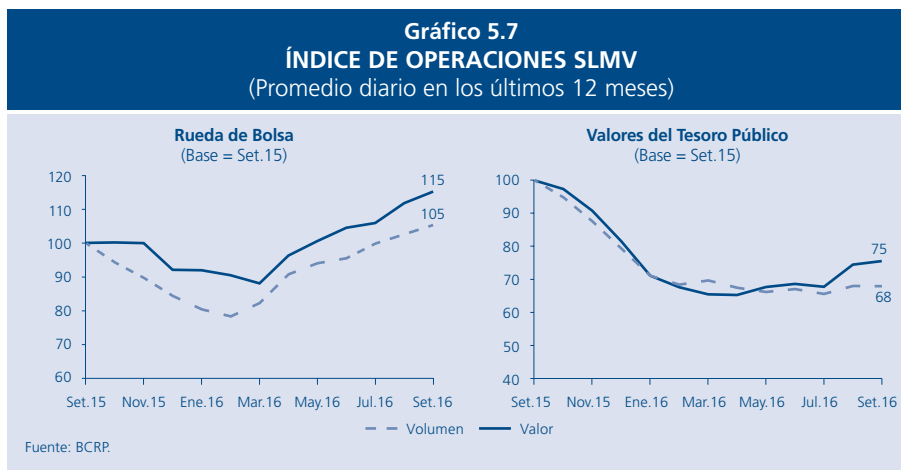
**Cuadro 5.3**  
**COMPARATIVO INTERNACIONAL: COMISIONES POR TRANSFERENCIAS VÍA CCE**  
(En US\$)

País	Presencial	Electrónico
Argentina	0,0	0,0
Brasil	4,9	2,6
Colombia	2,8	2,3
Chile	0,0	0,0
México	1,5	0,2
Perú (Misma plaza)	1,2	1,1
Perú (Otra plaza) 1/	5,3 - 69,7	4,9 - 69,7

Nota: Comisión promedio de los cuatro principales bancos de cada país.  
1/ Se cobra una tasa (% de la transferencia), comisión mínima y máxima. Los datos se refieren a la menor comisión mínima y mayor comisión máxima de los cuatro principales bancos.  
Fuente: Tarifario de entidades financieras.

- 46. El SLMV registró una caída en el valor de las transferencias que estuvo asociada a las operaciones con Valores del Tesoro Público.** No obstante, se registró un crecimiento de las transacciones en Rueda de Bolsa, por el incremento en valor de las operaciones con bonos corporativos (ver Gráfico 5.7).

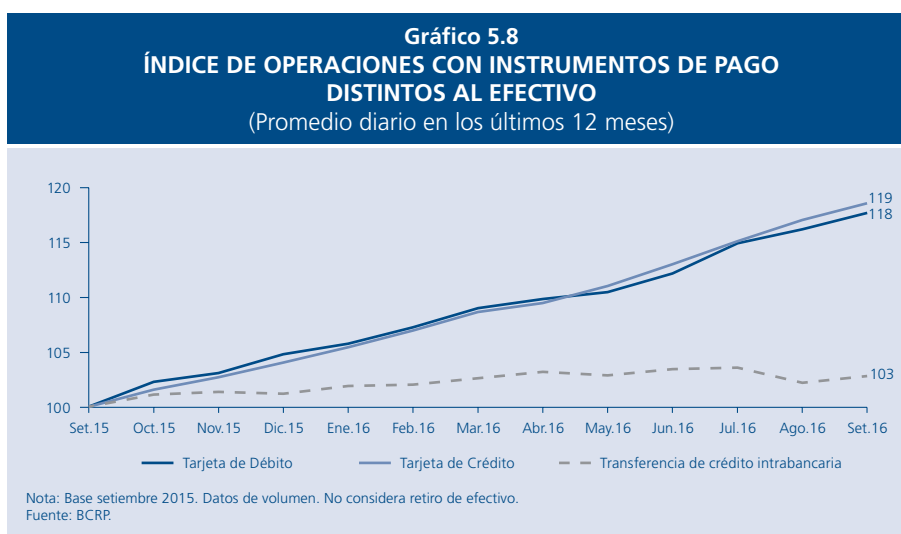
<sup>38</sup> Considerando la tasa de la entidad de origen y de destino, una transferencia a partir de S/ 42 000 cuesta como máximo S/ 227,5 (o US\$ 69,7)



47. **Los Sistemas LBTR, CCE y SLMV cumplen, en general, con la normativa vigente.** Los Sistemas de Pagos han adoptado medidas que fortalecen su seguridad y eficiencia (ver Recuadro 4).

Un factor que ha surgido recientemente es el de los ciberataques que debe ser considerado en la administración de riesgos tecnológicos (ver Recuadro 5).

48. **El uso de instrumentos electrónicos para realizar pagos minoristas, fuera de los Sistemas de Pagos, continuó su tendencia creciente, sobre todo con tarjetas de débito.** Sin embargo, las transferencias interbancarias continúan siendo el instrumento más utilizado para realizar pagos minoristas<sup>39</sup> (ver Gráfico 5.8).



39 El promedio diario del volumen, en los últimos 12 meses a setiembre de 2016, muestra que las transferencias de crédito intrabancarias alcanzaron un nivel de 894 mil transacciones, superior a las 640 mil de tarjetas de débito y 593 mil de tarjetas de crédito.





Las tarjetas de débito se vienen utilizando principalmente para el retiro de efectivo, pero su uso para realizar pagos ha venido creciendo en los últimos años, lo que refleja una mayor aceptación y diversificación de los pagos electrónicos por parte de la población.

En el Perú también vienen operando soluciones de pago online para facilitar las transacciones de comercio electrónico, a partir del canal de internet que ofrecen los bancos a sus clientes para realizar pagos de sus cuentas bancarias. Entre dichas soluciones se tiene a Safety Pay y PayU Perú.

- 49. La billetera móvil de Dinero Electrónico (BIM), operada por la empresa Pagos Digitales Peruanos (PDP), continúa desarrollándose.** A setiembre de 2016, BIM registra 175 117 usuarios afiliados y se tiene una red de cajeros corresponsales de 6 134 a nivel nacional. Actualmente, operan 19 emisores de dinero electrónico y se ofrece las funcionalidades de “poner más plata”, “sacar mi plata”, “mandar plata” (transferencias entre personas) y recarga de celulares.

PDP viene desarrollando nuevos servicios, entre los que se tiene el pago de impuestos (RUS). Asimismo, con el apoyo de las empresas Backus, Lindley y Gloria se está implementando un piloto para incluir los pagos de los comercios a dichas empresas de consumo masivo. Este piloto abarcaría mil comercios ubicados en San Juan de Lurigancho que recibirán capacitación para realizar sus pagos utilizando el celular.

Asimismo, los reguladores vienen evaluando modificaciones o precisiones al marco regulatorio para apoyar el desarrollo del dinero electrónico como instrumento de inclusión financiera.

A la fecha, se tiene 5 Empresas Emisoras de Dinero Electrónico (EEDD) autorizadas por la SBS:

- Servitebca, ofrece la Tarjeta “LaTodo” asociada a Mastercard.
- Júpiter Technology, ofrece la cuenta “Tu Dinero Móvil” asociada a un teléfono celular (Movistar) o una tarjeta (Mastercard).
- GMoney, ofrece la billetera “aPanda tu dinero móvil”, a través de un teléfono celular (Claro o Movistar) y su propia red de agentes aPanda. GMoney también es emisor participante en BIM.
- Tarjetas Peruanas Prepago, ofrece la tarjeta “La Mágica” asociada a VISA.
- Empresa Peruana de Soluciones de Dinero Electrónico, ofrece la “Cuenta móvil Jet Point”, a través de un teléfono celular (Movistar, Claro o Bitel) y a una tarjeta prepago VISA, su modelo de negocio incorpora a los receptores de remesas internacionales.

**50. La Línea de Pagos de la ENIF<sup>40</sup> viene implementando acciones que permitirán avanzar en la digitalización de pagos en la economía.**

El BCRP está a cargo de la Línea de Pagos de la ENIF con el objetivo de promover el desarrollo de canales e instrumentos digitales de pagos. Así, conjuntamente con los actores públicos y privados se definieron los potenciales flujos a digitalizar: pagos del y al gobierno (impuestos, proveedores, programas sociales), pagos a comercios (compras minoristas, a proveedores y pagos de uso cotidiano), pagos financieros (ahorros, remesas, pagos y desembolsos de crédito, microcréditos, recaudaciones) y pagos de transporte público (tren eléctrico, peajes, buses).

Respecto a los pagos al y del gobierno, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y Better Than Cash Alliance (BTCA) presentaron los estudios que elaboraron para el MEF para desarrollar a nivel nacional una política de pagos digitales y una solución tecnológica integrada a nivel subnacional. Dichos estudios proporcionan recomendaciones específicas sobre la digitalización de los flujos que mayor incidencia pudieran tener en términos de inclusión financiera. Las principales recomendaciones de ambos estudios se muestran en el siguiente cuadro.

Cuadro 5.4 DIGITALIZACIÓN DE PAGOS DEL GOBIERNO: RECOMENDACIONES	
<b>BID</b> A nivel Nacional	Pago de trámites, tasas y contribuciones (RENIEC y otros) con: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Aceptación de todos los medios de pago.</li> <li>- Botones de pago.</li> <li>- Cajeros corresponsales y POS.</li> <li>- Difusión.</li> </ul>
<b>BTCA</b> A nivel Subnacional	Tres flujos: impuestos prediales, arbitrios municipales y gastos del gobierno. <ul style="list-style-type: none"> <li>- Solución de TI integrada a través de municipios con el SAT.</li> <li>- Integrar el dinero electrónico con los municipios para recaudar impuestos y otros.</li> </ul>

Las principales entidades a cargo de estas actividades son el MEF y el Banco de la Nación para los pagos a nivel nacional y el MEF y los gobiernos regionales y locales, para los pagos subnacionales.

40 Diseñada por la Comisión Multisectorial de Inclusión Financiera para promover el acceso y uso responsable de servicios financieros adecuados a las necesidades de todos los segmentos de la población.







#### Recuadro 4 ACTIVIDADES DE SUPERVISIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGOS EN EL PERÚ 2015

Los Sistemas de Pagos se encuentran supervisados por el BCRP conforme a lo señalado en la Ley N° 29440, Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores. Las actividades de supervisión comprenden el monitoreo, el seguimiento de estadísticas, las visitas de inspección, las reuniones y coordinaciones con los Administradores de los Sistemas, las autoevaluaciones anuales y la Encuesta de Percepción de Servicios de Pago.

Mejoras implementadas: Durante el 2015, los Sistemas de Pagos llevaron a cabo diversas mejoras:

- A. Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real
  - a. Certificación en Seguridad de la información: el proceso “Transferencias Interbancarias” obtuvo la certificación de gestión de seguridad de la información (ISO/IEC 27001-2013).
  - b. Mayor interconexión electrónica: en el 2015, se conectaron 4 entidades vía Cliente Web LBTR (CMAC Arequipa, Banco Cencosud, Fondo de Seguro de Depósitos y MEF) y 1 entidad vía Aplicación Participante LBTR (Banco ICBC).
  - c. Nuevos servicios: se implementó el servicio “módulo especial para la liquidación de Transferencias Inmediatas” y un código de operación para la liquidación de Dinero Electrónico.
  - d. Medidas de continuidad operativa: se desarrolló el procedimiento “Contingencia Extrema del LBTR” y se participó en dos pruebas de continuidad operativa con resultados satisfactorios.
  - e. Mejor administración de la liquidez: se continuó difundiendo el servicio de pre-reserva de financiamiento intradía disponible, inscribiéndose 2 entidades (Scotiabank y Mibanco).
  - f. Modernización de la Plataforma del Sistema: se llevaron a cabo las pruebas en ambiente de desarrollo y calidad del proceso de migración al Glassfish 3 y la migración del protocolo de comunicaciones de la red Bancos - LBTR a MPLS (*Multi-Protocol Label Switching*).
- B. Sistema de Compensación y Liquidación de cheques y de otros instrumentos compensables
  - a. Mejor gestión de recursos humanos: la CCE implementó la metodología *Balanced Scorecard* para tener una mejor administración de recursos humanos.
  - b. Nuevos servicios: se desarrolló el servicio de Transferencias Inmediatas. El BCRP reglamentó el proceso de compensación y liquidación de este servicio mediante Circular N° 035-2015-BCRP.
  - c. Medidas de continuidad operativa: se realizaron 6 simulacros de continuidad operativa (2 de contingencia operativa, 2 de contingencia extrema, 1 de habilitación del Centro de Datos Secundario y 1 de intercambio físico de cheques) con resultados satisfactorios.
  - d. Mayor acceso: el Banco Ripley, Agrobanco, ICBC y CMAC Tacna se incorporaron como Participantes de la CCE.

e. Mejora en la gestión de riesgos: la CCE estableció nuevos controles para minimizar los riesgos de que la información se vea afectada por la atención inadecuada de incidentes y que el servicio se vea afectado por daños en el centro principal de procesamiento de datos.

C. Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores

a. Adecuación de reglamentos: continúa el proceso incluyendo lo dispuesto en la Ley de Pagos y al Reglamento de los Sistemas de Liquidación de Valores.

b. Mejoras en las políticas de control interno: Cavali viene adecuándose al nuevo Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

c. Nuevos servicios: Se ha implementado un plan de diversificación de ingresos incorporando nuevos servicios (Registro Centralizado de Facturas Negociables y el Registro Centralizado de Contratos para Operaciones con Derivados).

d. Consolidación corporativa en el mercado bursátil: Tras las Ofertas Públicas de Adquisición y de Intercambio de Valores, la Bolsa de Valores de Lima alcanzó una participación de 93,8% en el capital de Cavali, que no ha modificado su estructura interna y mantiene independencia en todas sus estructuras de gobierno.

e. Reducción de tarifas: Cavali suspendió temporalmente el cobro de la tarifa que las SABs pagan por operaciones por cuenta propia con instrumentos de renta variable, en la modalidad de rueda al contado y la tarifa de la liquidación de las operaciones de préstamo de valores.

f. Adecuada administración de riesgos: Cavali cuenta con un Manual de Gestión Integral de Riesgos que formaliza todos los aspectos relacionados a los riesgos en la empresa.

Oportunidades de mejora: Como resultado de las actividades de supervisión se identificaron las siguientes oportunidades de mejora:

a. Evaluar mecanismos para propiciar que más Participantes utilicen el servicio de pre-reserva de financiamiento intradía disponible en el Sistema LBTR.

b. Implementar un centro de respaldo externo a una distancia prudente de Lima para asegurar la continuidad de operaciones en los Sistemas LBTR y en la CCE ante cualquier catástrofe que afecte el centro de operaciones principal<sup>41</sup>.

c. Evaluar mecanismos para reducir la compensación de cheques de alto valor en la CCE con la finalidad de disminuir el riesgo sistémico que ello implica.

Conclusión: Las actividades de supervisión realizadas por el BCRP durante el 2015 constataron que los Sistemas de Pagos cumplen en general con la normativa vigente de seguridad y eficiencia. Cabe mencionar que la supervisión y la regulación del BCRP vienen acompañando el desarrollo de los Sistemas de Pagos promoviendo un mayor acceso a los servicios, una mejor administración de los riesgos, la implementación de medidas de continuidad operativa y la innovación de productos y servicios.

41 La CCE implementó un mecanismo de contingencia ante fallas de comunicación mediante una cuenta de correos certificados.





### Recuadro 5 CIBERATAQUES A LAS INFRAESTRUCTURAS DEL MERCADO FINANCIERO

El documento “*Guidance on Cyber Resilience for Financial Markets Infrastructures*”, elaborado por el *Committee on Payments and Market Infrastructures* (CPMI) del *Bank for International Settlements* (BIS), presenta una guía para fortalecer a las infraestructuras frente a los ciberataques. El BIS enfatiza que el objetivo es lograr que el tiempo de recuperación de una infraestructura ante un ciberataque sea de dos horas. El documento propone 5 categorías que se deben tomar en cuenta para la administración de riesgos:

- a. **Gobernabilidad:** Consiste en la creación de un marco de resistencia ante ciberataques que debe definir objetivos, requerimientos (personas, procesos y tecnologías) y la comunicación y colaboración de los involucrados.
- b. **Identificación:** Las infraestructuras deben identificar sus funciones críticas de negocio y sus activos de información por orden de prioridad. La identificación de las funciones permitirá reconocer su importancia para ser protegidos y la identificación de activos de información permitirá mantener un inventario y conocer qué activos soportan las funciones del negocio.
- c. **Protección:** La resistencia a ciberataques depende de la efectividad de la seguridad en proteger la confidencialidad, integridad y accesibilidad a los activos y servicios mediante controles y diseño de resistencia en tecnologías de comunicación. Los controles de seguridad tienen como función minimizar la probabilidad y el impacto de un ciberataque sobre una función de negocio o activo de información identificada.
- d. **Detección:** La detección de un ciberataque provee tiempo para contrarrestarlo e implementar mecanismos de seguridad apropiados. El monitoreo es una herramienta importante para detectar actividades anómalas y su alcance debe incluir la línea de negocio y funciones y transacciones administrativas. Su cobertura debe incluir personas, procesos y tecnología.
- e. **Respuesta y recuperación:** Las infraestructuras deben ser capaces de reasumir los sistemas críticos de forma rápida, segura y con información exacta para mitigar el riesgo sistémico. Una infraestructura debe reasumir actividades críticas y habilitar sus operaciones en aproximadamente dos horas después del ciberataque y habilitar hacia el final del día la liquidación completa.

Asimismo, se analizan 3 componentes que se deben tomar en cuenta en la elaboración del marco de resistencia ante ciberataques:

- a. **Pruebas:** Una infraestructura debe establecer un programa de pruebas para validar todos los elementos del marco de resistencia a ciberataques. Emplear metodologías y prácticas de testeo que contengan la evaluación de vulnerabilidades, escenario base para simulación de ciberataques extremos, test de penetración de los sistemas, etc.
- b. **Conocimiento de la situación:** Se refiere al entendimiento completo de las amenazas a ciberataques. Este entendimiento permite reevaluar la dirección de la estrategia, la asignación de recursos, procesos, procedimientos y controles.

- c. Aprendizaje y evolución: Una infraestructura debe implementar un marco de resistencia adaptativo que evolucione con la naturaleza dinámica de los riesgos cibernéticos. Se debe identificar y aprender de eventos cibernéticos que han ocurrido dentro y fuera de la organización y se debe trabajar para lograr capacidades predictivas y proactivas capturando información de múltiples fuentes internas y externas.

Debido al avance tecnológico y a la mayor importancia que tienen las infraestructuras en la estabilidad del Sistema Financiero, cada vez se hace más necesario fortalecer y revisar continuamente los aspectos relacionados a la administración de riesgos cibernéticos, esfuerzo que no puede ser aislado sino que debe involucrar a empresas y regulados que participan.

