

## IV. MONEDA Y CREDITO



**PAISAJE PUEBLO SERRANO, JORGE SEGURA**  
MUSEO DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

## IV. MONEDA Y CREDITO

La política monetaria se condujo con el objetivo de lograr una tasa de inflación del rango de 9 a 11 por ciento. Para ello, se mantuvo el esquema de control de la expansión de agregados monetarios basado en las proyecciones de crecimiento de la demanda monetaria. Como resultado, se logró reducir la inflación a 10,2 por ciento en el año.

La economía continuó con el proceso de remonetización iniciado en 1991. Así, en términos reales la liquidez total del sistema financiero aumentó en 19 por ciento y la liquidez en moneda nacional en 25 por ciento, mientras que el crédito total del sistema financiero al sector privado lo hizo en 33 por ciento.

Se redujo la brecha entre las tasas de interés activas y pasivas en moneda nacional, al registrarse una disminución de las tasas activas, como consecuencia de las menores expectativas de inflación, la mayor competencia entre los bancos y la mejora en los principales indicadores de gestión del sistema financiero. Las tasas de interés activas y pasivas en moneda extranjera mostraron una tendencia creciente, resultado del mayor riesgo de la región luego de la crisis mexicana.

Como se analizó en el capítulo anterior, la posición fiscal, aunque mejorando a lo largo del año, fue menos austera que en el año previo, a lo que se añade un escenario de expansión del gasto privado de consumo e

inversión. De esta manera, se enfrentó 1995 con la necesidad de desacelerar el crecimiento de la demanda interna, con el fin de que la economía pudiera apoyarse en bases sólidas para el crecimiento sostenido del producto.

El ajuste de la política monetaria implicó que la tasa de interés para los préstamos de redescuento aumentara en marzo 1,8 puntos porcentuales, llegando en mayo a 21,0 por ciento. Paralelamente, la tasa de los Certificados de Depósito del Banco Central (CDBCRP) se elevó de 15,2 por ciento en marzo a 19,3 por ciento en mayo. Estas tasas empezaron a bajar desde agosto en la medida en que las acciones fiscales comenzaron a enmarcarse dentro de una senda de mayor austeridad. Así, la tasa de redescuento bajó de 21,0 por ciento en julio a 20,5 por ciento en agosto y 18,2 por ciento al cierre de 1995; mientras que la tasa de interés de los CDBCRP se redujo de 18,9 en julio a 15,7 por ciento en diciembre de 1995.

La menor entrada de capitales externos, originada por la crisis cambiaria de México, y la menor disponibilidad de depósitos del sector público para controlar la emisión implicó una menor intervención cambiaria en el año. Así, en 1995 las compras netas en la Mesa de Negociación del Banco Central ascendieron a US\$ 654 millones, concentradas principalmente en el tercer y cuarto trimestre, frente a US\$ 1 053 millones en 1994.

A fin de no generar presiones inflacionarias, en un contexto de menor control sobre los recursos fiscales, el Banco Central dispuso que parte de la emisión originada por la intervención cambiaria fuera esterilizada mediante operaciones de mercado abierto, las que en 1995 alcanzaron mayor importancia y profundidad. El saldo promedio de CDBCRP aumentó de S/. 353 millones en 1994 a S/. 645 millones en 1995. Se aplicó medidas para mejorar la eficiencia y efectividad de estas operaciones, tales como la implementación de un esquema de subastas con monto anunciado, la ampliación y diversificación de los plazos de colocación y el aumento del número de participantes tanto por cuenta propia como de terceros.

## 1. LIQUIDEZ Y AHORRO FINANCIERO

Los coeficientes de liquidez y ahorro financiero total mantuvieron la tendencia creciente iniciada en 1991. La liquidez como porcentaje del PBI aumentó de 13,9 por ciento en 1994 a 15,7 por ciento en 1995, superando niveles registrados en 1986. Cabe destacar el mayor crecimiento del coeficiente de monetización en moneda nacional, pues mientras éste aumentó en 1,2 puntos porcentuales del producto (de 4,8 por ciento en 1994 a 6,0 por ciento en 1995), el de moneda extranjera subió en 0,6 puntos porcentuales en el mismo período (de 9,1 a 9,7 por ciento).

Similar situación se observa con el ahorro financiero total, cuyo coeficiente respecto al PBI aumentó de 11,3 por ciento en 1994 a 12,7 por ciento en 1995. En moneda nacional, el ahorro financiero se incrementó de 2,2 por ciento en 1994 a 3,0 por ciento en 1995.

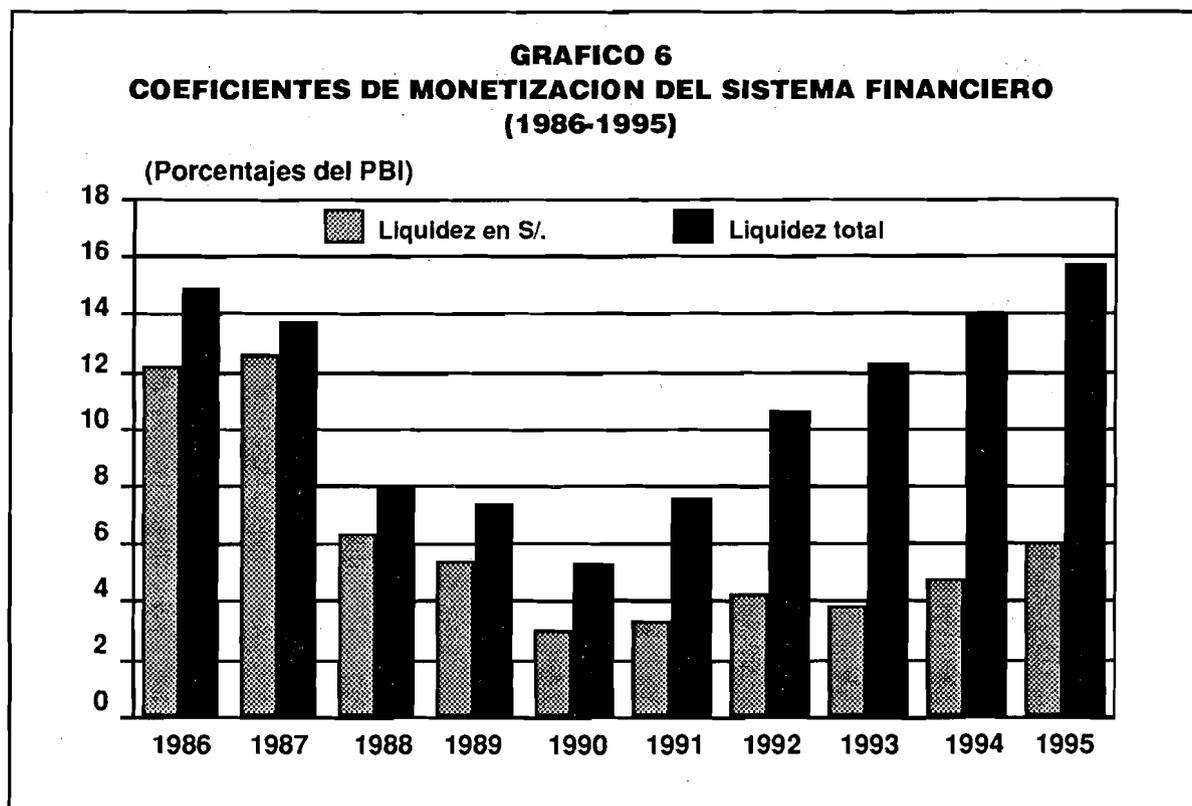
**CUADRO 43**  
**COEFICIENTES DE INTERMEDIACION**  
**Y AHORRO FINANCIERO 1/**  
**(En porcentajes del PBI)**

	Liquidez		Ahorro	
	moneda nacional	Total	moneda nacional	Total
1986	12,2	14,9	6,3	8,9
1987	12,6	13,7	6,3	7,4
1988	6,3	8,0	2,5	3,9
1989	5,4	7,4	3,1	4,7
1990	3,0	5,3	1,4	3,4
1991	3,3	7,6	1,6	5,9
1992	4,3	10,6	2,1	8,4
1993	3,8	12,3	1,7	10,1
1994 2/	4,8	13,9	2,2	11,3
1995 2/	6,0	15,7	3,0	12,7

1/ Corresponde a coeficientes de saldos promedio anuales de liquidez y de ahorro respecto al PBI nominal.

2/ Preliminar.

Se desaceleró el crecimiento de la liquidez total del sistema financiero en términos reales, pasando de 29 por ciento en 1994 a 19 por ciento en 1995. La desaceleración se explica básicamente por el menor ritmo de crecimiento de la liquidez en moneda nacional (bajó de 52 por ciento en 1994 a 25 por ciento en 1995), resultado del menor crecimiento tanto del dinero (de 38 por ciento en 1994 a 12 por ciento en 1995), como del cuasidinero (de 72 por ciento en 1994 a 42 por ciento en 1995). El menor crecimiento del dinero se vio reflejado en las menores expansiones de los depósitos a la vista (de 57 por ciento a 6 por ciento) y el circulante (de 30 a 16 por ciento). Por su parte, el crecimiento de la liquidez real en moneda extranjera también disminuyó, al pasar de 19 a 15 por ciento en el mismo período.



**Cuadro 44**  
**LIQUIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO**  
**(Variaciones anuales reales)**

	Circulante	Depósitos	Dinero	Cuasidinerio	Liquidez	Liquidez	Liquidez
	a la vista	a la vista		moneda nacional	moneda nacional	moneda extranjera	Total
1986	22,7	32,4	27,2	30,7	28,9	-62,1	1,2
1987	20,4	6,5	13,8	-11,9	0,9	-13,1	-0,7
1988	-66,3	-69,2	-67,6	-76,7	-71,5	20,2	-62,4
1989	-28,1	-55,4	-39,7	40,7	-10,8	-48,8	-22,9
1990	-34,1	-40,5	-36,1	-71,7	-56,3	43,3	-35,2
1991	-1,8	-1,1	-1,6	62,3	21,9	91,1	54,3
1992	9,7	16,0	11,6	-9,3	1,4	26,1	15,7
1993	3,9	11,6	6,3	-10,1	-0,9	24,6	15,2
1994	29,6	56,8	38,3	72,0	51,7	18,9	29,3
1995	15,7	5,7	12,0	41,7	25,4	14,9	18,8

**CUADRO 45**  
**AHORRO FINANCIERO POR INSTITUCIONES Y SEGUN MODALIDAD**  
**(Saldos en millones de nuevos soles de diciembre de 1995)**

	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1994/93</b>	<b>1995/94</b>
		<b>1/</b>	<b>1/</b>	<b>2/</b>	<b>2/</b>
<b>I. MONEDA NACIONAL</b>	<b>1 943</b>	<b>3 353</b>	<b>4 763</b>	<b>73</b>	<b>42</b>
1. Sistema bancario	1 568	2 401	2 996	53	25
Banca múltiple	1 436	2 289	2 881	59	26
Banca de fomento	44	31	28	-30	-9
Banco de la Nación	88	82	87	-8	6
2. Sistema no bancario	375	952	1 767	154	86
Empresas financieras	57	70	72	22	2
Cooperativas	88	114	137	29	21
Fondos de pensiones	79	625	1 348	696	116
De arrendamiento financiero	87	33	94	-62	183
Cajas municipales	27	70	67	157	-5
Resto	36	40	50	10	26
<b>II. MONEDA EXTRANJERA 3/</b>	<b>10 616</b>	<b>12 634</b>	<b>14 515</b>	<b>19</b>	<b>15</b>
1. Sistema bancario	10 257	12 210	13 820	19	13
2. Sistema no bancario	359	424	696	18	64
<b>III. TOTAL</b>	<b>12 559</b>	<b>15 907</b>	<b>19 278</b>	<b>27</b>	<b>21</b>
<b>NOTA:</b>					
<b>MONEDA NACIONAL</b>	<b>1 942</b>	<b>2 252</b>	<b>4 763</b>	<b>73</b>	<b>42</b>
Depósitos de ahorro	1 191	1 725	2 147	45	24
- Sistema bancario	1 137	1 624	2 057	43	27
- Sistema no bancario	54	101	89	87	-12
Depósitos a plazo	444	806	1 006	82	25
- Sistema bancario	397	719	882	81	23
- Sistema no bancario	47	87	124	84	42
Bonos	153	113	173	-26	53
Fondos de pensiones	79	625	1 348	696	116
Otros 4/	76	84	89	10	7

1/ Preliminar.

2/ Variación porcentual.

3/ La moneda extranjera está valuada al tipo de cambio promedio de compra y venta de fin de período.

4/ Incluye aportaciones de capital en cooperativas y reservas técnicas de vida de seguros.

En relación al cuasidinero la tasa de crecimiento pasó de 82 a 25 por ciento en los depósitos a plazo y de 45 a 24 por ciento en los depósitos de ahorros. Cabe destacar el dinamismo de los fondos de pensiones (crecimiento real de 116 por ciento), que aumentó su participación de 8 por ciento de la liquidez en moneda nacional en 1994 a 14 por ciento en 1995.

Cabe mencionar que el Banco Central aprobó las circulares 029 y 030-95-EF/90 (del 31 de agosto), a fin de homogenizar las regulaciones de encaje que se aplican a las obligaciones en moneda extranjera. Las principales modificaciones fueron las siguientes:

-La inclusión dentro del Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE) de los depósitos y otras obligaciones que las entidades del sistema financiero nacional reciban de bancos y financieras del exterior, así como de organismos financieros internacionales, con excepción de los recursos recibidos bajo la forma de créditos (adeudados).

-La reducción de la exoneración de encaje para las emisiones de bonos subordinados en moneda nacional y extranjera (en conjunto) hasta un nivel de 30 por ciento del capital y reservas de cada empresa. Por encima de este límite estarán sujetas a las normas generales de encaje. Anteriormente, los bonos subordinados en moneda nacional no estaban sujetos a encaje y los bonos subordinados en moneda extranjera estaban exonerados hasta por el 100 por ciento del patrimonio efectivo.

-La reducción del límite de los bonos comunes de plazo promedio mayor a un año colocados en el exterior sujetos a régimen especial de encaje. Las emisiones de estos

bonos en moneda extranjera estarán sujetas al encaje mínimo legal (9 por ciento) hasta el 30 por ciento del capital y reservas de la empresa. Las colocaciones por encima de este límite, estarán sujetas a las normas generales de encaje. Anteriormente, este límite era el 40 por ciento del patrimonio efectivo.

-El establecimiento de una tasa de encaje de 45 por ciento no remunerado para las obligaciones en moneda nacional cuyo rendimiento se ofrece en función del tipo de cambio, así como para las operaciones **swap** y similares que comprenden depósitos en moneda nacional vinculados a operaciones a futuro de moneda extranjera.

La brecha entre las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderadas en moneda nacional (TAMN y TIPMN) disminuyó, en promedio, de 47 puntos porcentuales en 1994 a 27 puntos porcentuales en 1995. La tasa activa en moneda nacional (TAMN) siguió mostrando en general la tendencia decreciente observada en los últimos años, pasando en términos nominales de 72 y 39 por ciento a fines de 1993 y 1994, a 34 por ciento a fines de 1995. En términos reales -tomando la inflación promedio de los tres últimos meses- la TAMN disminuyó de 38 en 1993 a 28 por ciento en 1994 y 22 por ciento en 1995. Por el contrario, la tasa de interés pasiva promedio (TIPMN) detuvo su tendencia decreciente mostrada hasta fines de 1994, incrementándose en términos nominales de 7 por ciento en 1994 a 10 por ciento en 1995. En términos reales, la TIPMN pasó de ser negativa en 1,3 por ciento en diciembre de 1994 a ser positiva en 0,4 por ciento en diciembre de 1995. La evolución decreciente de las tasas activas y creciente de las pasivas en moneda nacional serían resultado de la mayor competencia en el sistema bancario.

Adicionalmente en el caso de las tasas activas, también habría influido la tendencia decreciente de la inflación registrada durante 1995 y la mejora en los indicadores de gestión de los bancos.

Las tasas de interés en moneda extranjera activa (TAMEX) y pasiva (TIPMEX) mostraron una tendencia creciente, en parte explicada por el mayor riesgo de la región. Sin embargo, se mantuvo en promedio la brecha de 10 puntos porcentuales entre las tasas activa y pasiva. En particular, la TIPMEX aumentó de 5 por ciento en diciembre de 1994 a 6 por ciento a fines de 1995, lo que se explicaría por la mayor competencia de los bancos por fondos en moneda extranjera. Por su parte, la tasa activa (TAMEX) pasó de 15 a 17 por ciento en similar período, lo que

se explicaría por la mayor demanda por créditos en esta moneda y por la mayor prima por riesgo exigida para la región luego de la crisis mexicana.

## 2. LIQUIDEZ EN MONEDA NACIONAL

La liquidez promedio en moneda nacional creció 52 por ciento, lo que implica un aumento real de 37 por ciento. Esta expansión refleja tanto el aumento de la actividad productiva, cuanto la continua caída de la velocidad de circulación por la reducción de las expectativas inflacionarias. Así, en 1995 la velocidad de circulación bajó 21 por ciento.

**CUADRO 46**  
**TASAS DE INTERES DE LA BANCA MULTIPLE**  
**(Porcentajes en términos anuales)**

	MONEDA NACIONAL						MONEDA EXTRANJERA			
	ACTIVAS			PASIVAS			TAMEX	TIPMEX		
	Sobre- giro	Préstamo hasta 360 días	TAMN	Ahorro	Plazo				TIPMN	
				31-179 días	180-360 días					
1993	Marzo	166,2	112,9	112,9	39,3	47,6	51,1	18,2	16,4	5,7
	Junio	197,1	94,5	90,1	36,1	44,2	47,6	16,8	15,8	5,6
	Setiembre	160,3	85,8	83,7	32,9	40,9	44,2	15,4	15,3	5,3
	Diciembre	157,5	77,5	71,5	25,3	34,5	36,1	14,0	15,2	5,0
1994	Marzo	144,1	68,4	69,4	22,7	29,1	30,8	11,9	15,2	4,8
	Junio	142,7	53,9	57,2	18,9	23,4	23,6	10,6	15,2	4,8
	Setiembre	130,3	42,1	44,8	13,4	15,7	16,9	7,8	15,4	5,0
	Diciembre	120,7	39,1	39,0	12,8	15,0	15,7	7,3	15,2	4,9
1995	Marzo	96,0	37,7	36,2	12,4	15,1	15,4	9,1	15,6	5,5
	Junio	92,6	37,3	36,8	12,7	16,2	16,8	9,7	16,3	5,9
	Setiembre	86,5	36,6	36,6	12,8	17,0	17,2	10,5	16,6	6,2
	Diciembre	80,0	35,1	33,5	12,3	16,1	16,3	9,9	17,2	6,2

**CUADRO 47**  
**LIQUIDEZ PROMEDIO EN MONEDA NACIONAL:**  
**SISTEMA FINANCIERO**  
**(Variaciones porcentuales)**

	Deflactor del PBI	Variación PBI		Liquidez en moneda nacional	Velocidad de Circulación
		Real	Nominal		
1986	73,5	10,0	90,9	187,6	-33,6
1987	84,0	8,4	99,4	105,8	-3,1
1988	565,6	-8,8	507,1	202,5	100,7
1989	2 627,1	-11,7	2 308,8	1 964,5	16,7
1990	6 169,2	-3,8	5 932,4	3 278,3	78,6
1991	402,2	2,9	416,8	468,1	-9,0
1992	63,3	-1,8	60,4	106,5	-22,3
1993	47,0	6,4	56,3	39,8	11,8
1994	18,5	13,1	34,0	68,4	-20,4
1995	12,6	7,0	20,5	52,0	-20,7

Con la caída de la velocidad de circulación los agregados monetarios han continuado registrando tasas de crecimiento superiores a las correspondientes al nivel de precios y al PBI real sin que se ejerza presión en la demanda de bienes y servicios. Este desarrollo, conocido como remonetización, refleja la mayor aceptación de la moneda nacional como medio de cambio y reserva de valor.

La tasa acumulada de crecimiento de la liquidez en moneda nacional fue de 38,2 por ciento, menor a la del año pasado (75,0 por ciento). Este aumento se originó en los incrementos de la emisión primaria en 36,9 por ciento y del

multiplicador bancario de 2,54 a fines de 1994 a 2,57 por ciento al cierre de 1995.

El crecimiento de la emisión primaria se explica por un aumento del circulante (28 por ciento) y de los fondos de encaje (112 por ciento). Cabe destacar el menor incremento del circulante con relación al año anterior (28 por ciento en 1995 frente a 50 por ciento en 1994), lo que sería resultado de las mejoras en el sistema de pagos por el mayor uso de tarjetas de crédito y cajeros automáticos. El mayor encaje puntual registrado a fines de 1995 es explicado principalmente por los mayores fondos de encaje de la banca múltiple (S/. 290 millones).

**CUADRO 48**  
**DETERMINANTES DE LA OFERTA MONETARIA DEL SISTEMA FINANCIERO**

	Emisión Primaria			Multiplicador Financiero 1/	Oferta Monetaria		
	Saldo en Mill. S/.	Variación porcentual			Saldo en Mill. S/.	Variación porcentual	
		Mensual	Ult. 12 meses			Mensual	Ult. 12 meses
1994 Enero	1 712	-5,0	22,9	2,24	3 839	-1,0	39,0
Febrero	1 743	1,8	21,8	2,43	4 236	10,3	44,4
Marzo	1 815	4,1	24,0	2,48	4 498	6,2	50,5
Abril	1 853	2,1	24,2	2,47	4 574	1,7	52,8
Mayo	1 896	2,3	25,6	2,56	4 859	6,2	66,7
Junio	2 003	5,7	31,3	2,68	5 369	10,5	80,0
Julio 2/	2 580	28,8	60,9	2,33	6 021	12,1	82,6
Agosto	2 215	-14,1	41,8	2,64	5 842	-3,0	77,8
Setiembre	2 212	-0,1	39,6	2,74	6 056	3,7	86,2
Octubre	2 276	2,9	42,1	2,74	6 226	2,8	84,3
Noviembre	2 266	-0,4	40,1	2,79	6 332	1,7	86,2
Diciembre	2 672	17,9	48,2	2,54	6 789	7,2	75,0
1995 Enero	2 524	-5,5	47,5	2,69	6 791	0,0	76,9
Febrero	2 639	4,5	51,4	2,67	7 046	3,8	66,3
Marzo	2 826	7,1	55,7	2,62	7 401	5,0	64,5
Abril	2 817	-0,3	52,0	2,67	7 510	1,5	64,2
Mayo	2 816	-0,0	48,6	2,69	7 576	0,9	55,9
Junio	2 860	1,5	42,7	2,82	8 052	6,3	50,0
Julio	3 344	16,9	29,6	2,61	8 738	8,5	45,1
Agosto	3 093	-7,5	39,6	2,79	8 638	-1,1	47,9
Setiembre	3 123	1,0	41,2	2,74	8 558	-0,9	41,3
Octubre	3 180	1,8	39,7	2,75	8 737	2,1	40,3
Noviembre	3 144	-1,1	38,7	2,83	8 885	1,7	40,3
Diciembre	3 658	16,4	36,9	2,57	9 384	5,6	38,2

1/ El multiplicador financiero es el coeficiente entre la oferta monetaria y la emisión primaria.

2/ A partir de julio de 1994 los datos son preliminares.

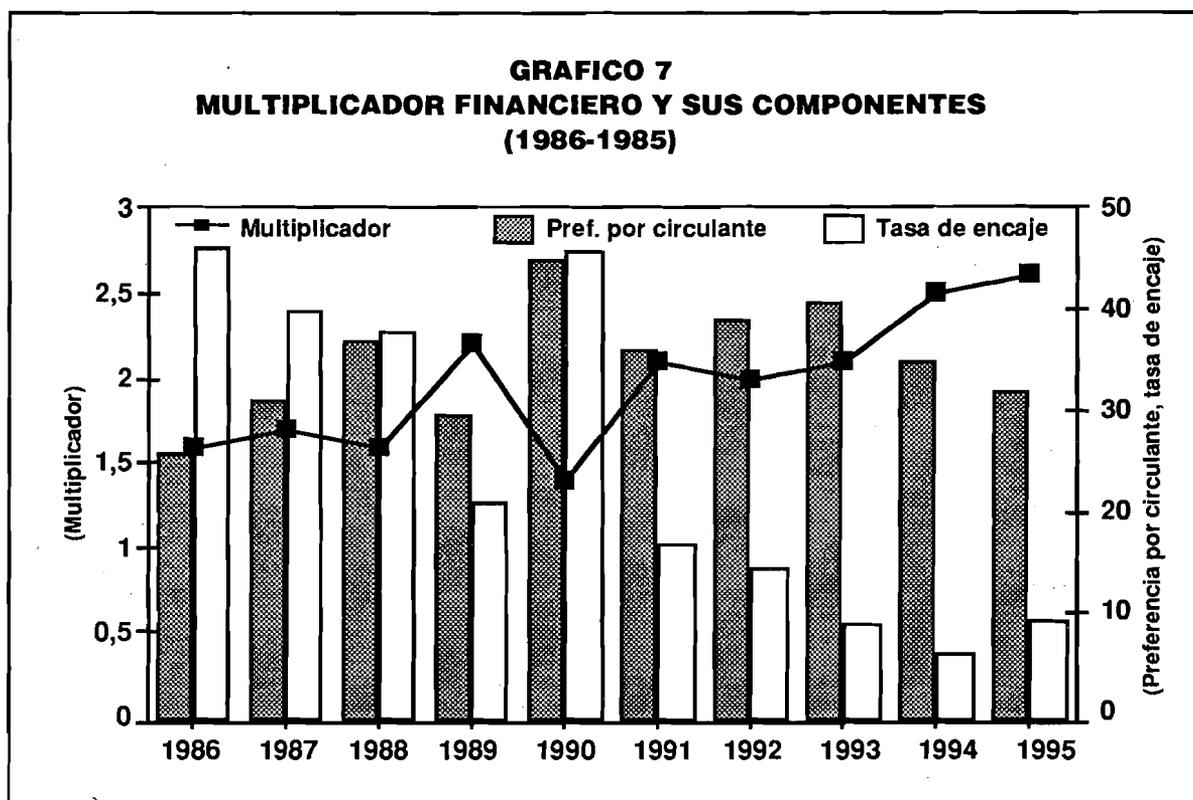
El ligero incremento del multiplicador financiero -expresión de la mayor capacidad de creación de dinero secundario por los intermediarios financieros- se explica por la disminución de la preferencia por circulante de 35 por ciento a fines de 1994 a 32 por ciento al cierre de 1995, atenuado en parte por el incremento de la tasa de encaje efectiva de 6,7 por ciento en 1994 a 9,9 por ciento en 1995. En el caso de la banca múltiple, la tasa de encaje aumentó de 6,2 por ciento a fines de 1994 a 10,7 por ciento al cierre de 1995. Cabe mencionar que la reducción de mensual a quincenal en la periodicidad del cálculo de los requerimientos de encaje, dispuesta a partir de mayo, implicó un aumento de los fondos de encaje de las entidades financieras.

En promedio, la tasa de encaje efectiva de la banca múltiple mantuvo su tendencia

decreciente (14,1 en 1993 a 11,1 y 10,1 en 1994 y 1995, respectivamente). La tasa de superávit de encaje promedio también registró una caída de 5,1 en 1993 a 2,1 y 1,1 en 1994 y 1995, respectivamente, reflejando el mejor control del Banco Central sobre los excedentes de encaje de la banca múltiple, mediante las operaciones de mercado abierto.

### 3. CREDITO AL SECTOR PRIVADO

El crédito del sistema financiero al sector privado aumentó 33 por ciento en términos reales, tasa menor a la del año anterior, cuando se registró un incremento de 36 por ciento. De esta manera, el indicador de crédito al sector privado respecto al PBI continuó aumentando, pasando de 11,3 en

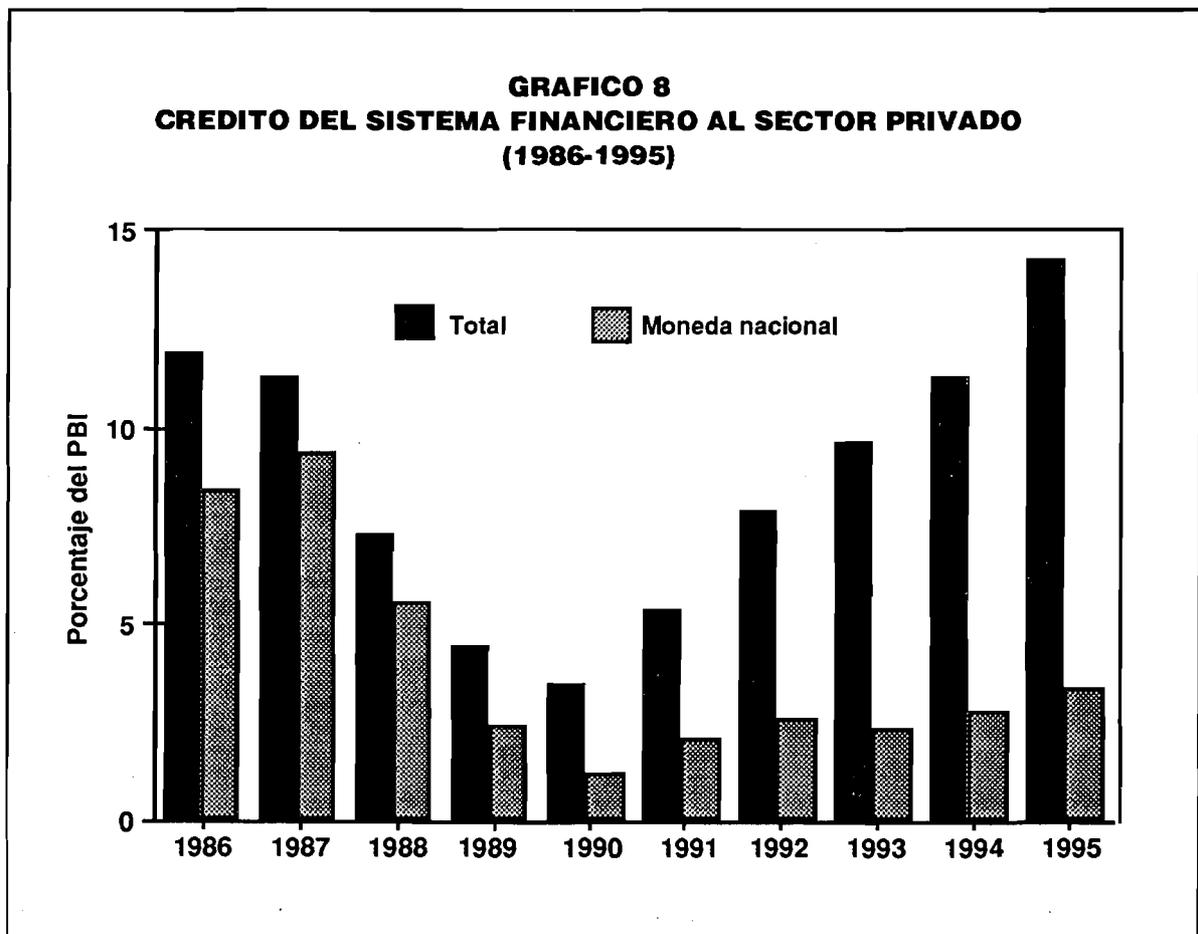


1994 a 14,2 por ciento del PBI en 1995. Cabe anotar que la desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito al sector privado es menor que la de la liquidez, debido a la mayor importancia de otras fuentes de financiamiento, como la capitalización de las entidades financieras, el mayor uso de líneas de financiamiento del exterior y los mayores depósitos del sector público en la banca múltiple.

El crecimiento real del crédito del sistema financiero al sector privado fue el resultado del aumento de 44 por ciento en las colocaciones en moneda nacional y de 29 por ciento ó US\$ 2 167 millones en moneda extranjera.

La evolución del crédito del sistema financiero estuvo determinada por las mayores colocaciones de la banca múltiple, que tuvieron un crecimiento real de 32 por ciento y financiaron el 87 por ciento del monto otorgado al sector privado. Cabe mencionar que el 13 por ciento restante del crédito al sector privado fue otorgado por el sistema no bancario, siendo los montos más importantes los otorgados por las administradoras de fondos de pensiones (S/. 220 millones), empresas de crédito de consumo (S/. 213 millones) y de arrendamiento financiero (S/. 192 millones). Estas instituciones contribuyeron en 1994 con sólo el 2 por ciento del total de créditos otorgados al sector privado.

**GRAFICO 8  
CREDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO  
(1986-1995)**



**CUADRO 49**  
**CREDITO TOTAL DEL SISTEMA FINANCIERO**  
**(Saldos en millones de nuevos soles de diciembre de 1995)**

	1993	1994 1/	1995 1/	Variaciones Porcentuales	
				1994/ 1993	1995/ 1994
<b>SEGUN AGENTE ECONOMICO</b>					
I. Sector privado	12 292	16 684	22 247	35,7	33,3
En moneda nacional	2 855	4 486	6 458	57,1	44,0
En moneda extranjera	9 437	12 198	15 789	29,3	29,4
(Millones de US\$)	3 451	5 076	7 243	47,1	42,7
II. Sector público (neto)	-619	-5 509	-7 154	--	--
En moneda nacional	-745	-403	-1 066	--	--
En moneda extranjera	126	-5 106	-6 088	--	--
(Millones de US\$)	46	-2 125	-2 793	--	--
<b>SEGUN INTERMEDIARIO FINANCIERO</b>					
I. Sistema bancario	9 795	9 294	12 527	-5,1	34,8
Banca múltiple	8 318	12 801	16 847	53,9	31,6
Banca de fomento	1 020	846	799	-17,0	-5,5
Banco de la Nación	1 270	-352	-262	--	--
BCRP	-812	-4 002	-4 587	--	--
II. Sistema no bancario	1 878	1 881	2 567	0,1	36,5
Empresas financieras	480	505	583	5,3	15,3
Compañías de seguros	627	409	386	-34,7	-5,8
Cooperativas de ahorro y crédito	169	197	250	17,0	26,8
De arrendamiento financiero	182	278	437	52,9	56,9
Fondos de pensiones	10	132	329	1 196,1	149,1
Empresas de crédito de consumo	--	--	213	--	--
Resto	411	358	369	-12,7	2,9
<b>TOTAL</b>	<b>11 674</b>	<b>11 175</b>	<b>15 093</b>	<b>-4,3</b>	<b>35,1</b>
En moneda nacional	2 111	4 083	5 392	93,5	32,1
En moneda extranjera	9 563	7 092	9 701	-25,8	36,8
(Millones de US\$)	3 497	2 951	4 450	-15,6	50,8

1/ Preliminar.

#### 4. CREDITO NETO AL SECTOR PUBLICO

La deuda neta (crédito menos depósitos) del sector público con el sistema financiero se contrajo en S/. 2,2 miles de millones, consecuencia de las disminuciones en los

créditos netos en moneda extranjera en S/. 1,5 miles de millones (US\$ 510 millones) y en moneda nacional en S/. 700 millones. El resultado en moneda extranjera se explica por el aumento de las cuentas de privatización en US\$ 299 millones y por el menor crédito (US\$ 211 millones).

**Cuadro 50**  
**CREDITO NETO AL SECTOR PUBLICO**  
**(Millones de nuevos soles)**

	1993	1994 1/	1995 1/
<b>1. Sistema Bancario</b>	<b>-587</b>	<b>-5 192</b>	<b>-7 318</b>
Créditos	2 442	2 690	1 741
Moneda nacional	272	924	851
Moneda extranjera (US\$)	2 170	1 766	890
Depósitos	1 009	810	385
Moneda nacional	3 029	7 882	9 059
Moneda extranjera (US\$)	776	1 253	1 867
	2 252	6 629	7 192
	1 048	3 041	3 113
<b>2. Sistema No Bancario</b>	<b>101</b>	<b>195</b>	<b>164</b>
Créditos	283	323	266
Moneda nacional	63	83	52
Moneda extranjera (US\$)	220	240	214
Depósitos	102	110	93
Moneda nacional	182	129	102
Moneda extranjera (US\$)	143	119	102
	39	10	0
	18	4	0
<b>3. TOTAL</b>	<b>-486</b>	<b>-4 998</b>	<b>-7 154</b>
Créditos	2 725	3 013	2 007
Moneda nacional	334	1 006	903
Moneda extranjera (US\$)	2 390	2 006	1 104
Depósitos	1 112	920	478
Moneda nacional	3 211	8 010	9 160
Moneda extranjera (US\$)	920	1 372	1 968
	2 291	6 638	7 192
	1 066	3 045	3 113

1/ Preliminar.

## **5. BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU**

---

### **PROGRAMACION MONETARIA Y OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO**

El objetivo de la política monetaria del Banco Central de Reserva es mantener la estabilidad, lo que se alcanza apelando a los instrumentos operativos, que influyen sobre la demanda agregada. En tal sentido, el Banco diseña su programa contemplando expansiones de la emisión primaria y de la liquidez del sistema financiero compatibles con la inflación prevista y considerando un comportamiento viable de las variables macroeconómicas fundamentales (como el crecimiento del PBI, la balanza de pagos, entre otras).

Desde 1990 la política monetaria peruana pone énfasis en el control de los principales agregados monetarios, en particular la emisión primaria, que está compuesta por el circulante en poder del público y los encajes en moneda nacional del sistema financiero. Por esto, la programación de la emisión primaria se realiza en función de la demanda del público por circulante y de las entidades financieras por encajes operativos. El circulante, que representa alrededor del 85 por ciento del saldo de la emisión primaria, sigue un patrón estacional bien definido en cada mes y a lo largo del año.

Los encajes en moneda nacional pueden constituirse en efectivo en las bóvedas de los bancos y en sus cuentas corrientes en el Banco Central. En el primer caso, se ha observado que la caja operativa de los bancos fluctúa por lo general entre 6 y 7 por ciento del Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE) en moneda nacional. La cuenta corriente de las entidades financieras en el instituto emisor es un indicador de la posición de liquidez del sistema financiero, mediante la cual el Banco Central regula el excedente de encaje. Esto porque las operaciones monetarias y cambiarias afectan la disponibilidad en dicha cuenta corriente y consecuentemente la emisión primaria. Adicionalmente, el circulante y la caja de los bancos afectan también el saldo de la cuenta corriente. Así, por ejemplo, en períodos de incrementos estacionales en la demanda por circulante, el Banco Central responde dando liquidez mediante compras de divisas o vencimientos netos de CDBCRP, elevando inicialmente el saldo de la cuenta corriente. Los bancos, por su parte, transfieren fondos de sus cuentas corrientes a sus cajas para hacer frente a retiros de depósitos provocados por el mencionado aumento del circulante.

Con sus operaciones monetarias y cambiarias, el Banco Central busca mantener niveles razonables de encajes operativos en el sistema financiero. Así evita la existencia de elevados excedentes de encaje que se puedan traducir en movimientos especulativos cambiarios o en expansiones inflacionarias del crédito.

En el indicado contexto, las operaciones de mercado abierto del Banco Central se constituyen en el principal instrumento de regulación del excedente de encaje del sistema financiero, inyectando o retirando liquidez mediante la redención o colocación neta de CDBCRP. Para efectuar sus colocaciones, el Banco subasta entre las entidades financieras Certificados de Depósito (CDBCRP) por los montos estimados de encaje no deseado, para lo cual elige las ofertas desde las de menor tasa de interés hasta la tasa que permita cubrir el monto subastado, aunque puede optar por variar dicho monto, a fin de no aceptar intereses que estima elevados. El éxito de esta política se traduce en la capacidad de proveer medios de pago a la economía sin afectar el control de la inflación.

---

### A. EMISION PRIMARIA

El crecimiento de la emisión primaria fue la respuesta a la mayor demanda por moneda nacional derivada de la evolución decreciente de la inflación. La emisión registró una expansión nominal de 37 por ciento, producto de operaciones de origen externo (S/. 770 millones o US\$ 345 millones) e interno (S/. 217 millones).

La expansión de la emisión por origen externo se explica por las compras netas de divisas en la Mesa de Negociación (US\$ 654 millones), compensadas en parte por las ventas de moneda extranjera al Banco de la Nación por US\$ 319 millones, de las cuales US\$ 278 millones se destinaron al pago de la deuda pública externa. Cabe mencionar que el menor monto de compras de divisas en el mercado respecto al año anterior (US\$ 525

**CUADRO 51**  
**FUENTES DE VARIACION DE LA EMISION PRIMARIA**  
**(Millones de Nuevos Soles)**

	1994	1995												
		ENE.	FEB.	MAR.	ABR.	MAY.	JUN.	JUL.	AGO.	SET.	OCT.	NOV.	DIC.	TOTAL
<b>ORIGEN EXTERNO</b>	1 289	8	4	7	125	45	250	305	99	87	-33	-146	19	770
<b>ORIGEN INTERNO</b>	-420	-155	110	180	-134	-45	-206	178	-350	-57	91	110	495	217
Sector público	-66	-91	31	2	-149	16	--	142	-14	24	47	-12	-30	-34
Sector privado	-472	-74	72	165	6	-71	-216	19	-352	-99	32	98	500	80
-Redescuentos	-6	--	--	--	--	--	--	--	--	18	-18	--	4	4
-Certificados BCRP	-337	-195	36	201	-24	-81	-174	-5	-293	-201	50	98	496	-92
-Depósitos especiales	-129	121	36	-36	30	10	-42	24	-59	84	--	--	--	168
Otros	118	10	7	13	9	10	10	17	16	18	12	24	25	171
<b>TOTAL EMISION</b>	<b>869</b>	<b>-147</b>	<b>114</b>	<b>187</b>	<b>-9</b>	<b>--</b>	<b>44</b>	<b>483</b>	<b>-251</b>	<b>30</b>	<b>58</b>	<b>-36</b>	<b>514</b>	<b>987</b>
Variación %	48,2	-5,5	4,5	7,1	-0,3	-0,0	1,5	16,9	-7,5	1,0	1,8	-1,1	16,4	36,9
<b>Nota:</b>														
SALDOS (Millones de S/.)														
Certificados BCRP	349	509	509	307	331	412	585	591	884	1 085	1 035	936	440	
Redescuentos	--	--	--	--	--	--	--	--	--	18	--	--	4	

1/ A partir del 31 de enero de 1994 los depósitos en moneda nacional del Banco de la Nación y Cofide afectan la emisión por origen interno.

millones), se produjo en un ambiente de menor afluencia de capitales externos.

El aumento de la emisión por origen interno se sustentó en la reducción de S/. 168 millones en el saldo total de depósitos especiales de la banca múltiple, contrarrestada en parte por la colocación neta de S/. 92 millones de Certificados de Depósito BCRP (CDBCRP) y los mayores depósitos por S/. 34 millones del Banco de la Nación en el BCRP.

Una importante proporción de la intervención cambiaria se esterilizó a través de

las operaciones de mercado abierto. Así, el saldo promedio de CDBCRP se incrementó de S/. 353 millones en 1994 a S/. 645 millones en 1995, alcanzando su nivel máximo en setiembre (S/. 1 085 millones). Sin embargo, los saldos a fin de período solamente registran un cambio de S/. 91 millones (de S/. 349 millones a fines de 1994 a S/. 440 millones al cierre de 1995), debido a que la mayor demanda por dinero durante las fiestas navideñas y de fin de año fue cubierta principalmente mediante la redención neta de CDBCRP.

---

### **SUBASTAS DE CERTIFICADOS DE DEPOSITO DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU**

Con la finalidad de alcanzar el objetivo de estabilidad monetaria el Banco Central controla la expansión de los agregados monetarios mediante su participación en los mercados cambiario y de dinero. En este último, interviene principalmente con operaciones de mercado abierto con el sector privado, colocando por el mecanismo de la subasta, un pasivo propio o del Tesoro Público.

El Banco efectúa operaciones de mercado abierto mediante la subasta de sus propios Certificados de Depósito (CDBCRP), la que le permite retirar la liquidez inyectada por la compra de divisas o reducir los niveles de encaje cuando considera que se encuentran por encima de los niveles operativos.

Los agentes económicos que intervienen en la subasta de los CDBCRP -principalmente bancos y administradoras privadas de fondos de pensiones (AFPs)- proponen los montos y tasas a los que desean adquirir estos valores. El Banco Central escoge la tasa de interés máxima a ser pagada o el monto en soles a esterilizar, y cada uno de los demandantes cuyas propuestas son aceptadas recibe la tasa que subastó.

La decisión entre elegir el monto a esterilizar y la tasa de interés máxima a pagar depende de la estrategia de control monetario. Desde el 13 de junio, el Banco Central informa el monto total de CDBCRP a subastar y asigna los Certificados a los demandantes que ofrezcan las menores tasas de interés hasta llegar al monto total previsto. De esta forma, se refuerza el control de los niveles de encaje de la banca y se reduce la posibilidad de que puedan presionar sobre la demanda agregada nominal vía mayores créditos. Con este mecanismo la tasa de interés se determina como resultado de las subastas.

Los CDBCRP son emitidos a plazos de cuatro, seis, ocho y doce semanas. Los de cuatro semanas se mantienen desde la aparición de los CDBCRP como instrumento para las operaciones de mercado abierto. Los valores de ocho y doce semanas fueron introducidos en junio y agosto, respectivamente, con el objetivo de reducir la presión continua de vencimientos provocada por la existencia de CDBCRP a muy corto plazo (28 días). Los certificados de seis semanas se introdujeron en octubre, para permitir que las instituciones financieras trasladen los excesos de liquidez de la primera quincena de cada mes, asociados a la caída del circulante, a la segunda quincena, para atender los mayores requerimientos de medios de pago del público.

Al igual que en 1994, las operaciones de mercado abierto permitieron controlar el superávit de encaje de los bancos, observándose reducciones en términos promedio en el excedente de encaje de la banca múltiple de 5,1 en 1993, a 2,1 en 1994 y 1,1 por ciento en 1995.

## B. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS

Las reservas internacionales netas (RIN) del Banco Central aumentaron en US\$ 923 millones en 1995, alcanzando un saldo de

US\$ 6,6 miles de millones al cierre del año. Asimismo, la posición de cambio -que deduce además las obligaciones en moneda extranjera con agentes económicos residentes- se incrementó en US\$ 422 millones, cerrando el año con un saldo de US\$ 1,6 miles de millones.

El aumento de las RIN se explicó principalmente por el incremento de las compras netas de divisas en la Mesa de Negociación (US\$ 654 millones), la elevación de los depósitos de encaje del sistema financiero (US\$ 414 millones) y los mayores depósitos del

**CUADRO 52**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCRP**  
(Millones de US dólares)

	1994					1995								TOTAL
	ENE.	FEB.	MAR.	ABR.	MAY.	JUN.	JUL.	AGO.	SET.	OCT.	NOV.	DIC.		
Variación de RIN	2 976	30	-52	-22	-13	-8	397	-59	122	44	-65	159	389	923
1. Origen externo de emisión primaria	593	3	2	2	56	19	111	137	44	39	-15	-63	8	343
Mesa negociación	1 058	44	1	—	55	70	144	135	83	78	37	1	6	654
Compra	1 178	44	1	—	55	70	144	135	83	78	37	1	6	654
Venta	-120	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Deuda pública	-374	-35	—	—	—	-50	-35	—	-40	-43	-30	-35	—	-268
Otras compras netas	-91	-6	1	2	1	-1	2	2	1	4	-22	-29	2	-43
2. Depósitos del sistema financiero y sector privado	629	286	-71	-48	-16	-10	220	-138	101	36	13	196	-214	355
Banca múltiple	585	20	11	40	6	-15	184	-90	111	44	—	87	97	495
Banco de la Nación	40	263	-81	-29	-22	-2	37	-50	-12	-6	13	105	-299	-83
Otras instituciones	4	3	-1	2	—	7	-1	2	2	-3	—	3	-12	3
Sector privado	—	—	—	-61	—	—	—	—	—	—	—	1	—	-60
3. Sector público	1 640	-301	21	-5	-66	6	43	-75	-5	-28	-90	28	582	110
4. Intereses netos	28	17	6	-14	17	-12	6	4	5	—	10	4	9	52
5. Otros	86	25	-10	43	-4	-11	17	13	-23	-2	17	-6	4	63

sector público (US\$ 110 millones), contrarrestados en parte por las ventas de moneda extranjera para el pago de deuda pública externa (US\$ 268 millones) y el retiro de los depósitos de Southern Limited (US\$ 61 millones).

## 6. BANCO DE LA NACION

Asociado al proceso de recapitalización del Banco de la Nación, en enero se produjo el traslado de US\$ 564 millones que por

concepto de depósitos intangibles el Gobierno mantenía en el Banco Central, en cumplimiento de lo establecido en el Decreto de Urgencia 132-94.

El Banco de la Nación incrementó su crédito neto al sector público en S/. 30 millones, lo que contrasta con el flujo negativo de S/. 1 251 millones registrado en 1994. El mayor flujo del crédito neto refleja en parte el menor resultado primario de las cuentas fiscales.

**CUADRO 53**  
**SALDOS DE LAS OPERACIONES DEL BANCO DE LA NACION**  
**(Millones de nuevos soles)**

	1994 1/			1995 1/		
	M/n	M/e	Total	M/n	M/e	Total
I. CREDITO INTERNO	152	-1 173	-1 021	209	-1 748	-1 539
1. Sector público (neto) 2/	-522	18	-504	-675	201	-474
(Millones de US\$)		8			87	
Sector privado	32	122	154	38	147	185
(Millones de US\$)		56			64	
2. Operaciones interbancariás	206	124	330	307	13	320
A. BCR	142	116	258	205	4	209
B. Banca múltiple	64	5	69	102	6	108
C. Banca de fomento	0	3	3	0	3	3
3. Otros 3/	436	-1 437	-1 001	539	-2 109	-1 570
II. Reservas internacionales netas	1 221	1 221		1 739	1 739	
(Millones de US\$)		560			753	
III. Otras operaciones netas con el exterior	23	52	75	0	84	84
IV. Liquidez privada	175	100	275	209	75	284
(Millones de US\$)		47			33	

M/n : Moneda nacional. M/e : Moneda extranjera.

1/ Preliminar.

2/ Incluye COFIDE.

3/ Incluye capital, reservas, provisiones, resultados y otros activos y pasivos (netos).

Por otro lado, las RIN del Banco de la Nación a lo largo del año se incrementaron en US\$ 193 millones, como consecuencia del aumento de sus activos internacionales en US\$ 314 millones, contrarrestado por el incremento de sus pasivos internacionales en US\$ 121 millones. De esta manera, el saldo de sus reservas internacionales alcanzó a US\$ 753 millones.

## 7. BANCA MULTIPLE

Los cambios en la composición accionaria de diversos bancos se caracterizó por el ingreso de capitales extranjeros. Como consecuencia se generó un escenario más competitivo, creciendo la intermediación financiera y fortaleciéndose la situación patrimonial de la banca. Por otro lado, la banca incursionó

en nuevos segmentos del mercado. En primer lugar, se observó el surgimiento de servicios vinculados a la banca personal, especialmente en el mercado del crédito de consumo. En febrero el Banco Solventa inició sus operaciones como una entidad especializada en este último giro, sumándose al Banco del Trabajo que había iniciado sus operaciones en diciembre de 1994. En segundo lugar, la banca múltiple buscó aumentar su presencia en el financiamiento de la mediana y pequeña empresa, lo que se explicaría en parte por la mayor masa intermediada y por el mayor acceso a recursos del exterior de las empresas corporativas.

En mayo con la venta del 70 por ciento de las acciones del Banco Continental, se culminó el proceso de transferencia de la parti-

**CUADRO 54**  
**SALDOS DE LAS OPERACIONES DE LA BANCA MULTIPLE**  
**(Millones de nuevos soles)**

	1994 1/			1995 1/		
	M/n	M/e	Total	M/n	M/e	Total
I. CREDITO INTERNO	3 635	11 396	15 031	4 817	15 733	20 550
Sector público (neto) 2/ (Millones de US\$)	-440	-1 246	-1 686	-957	-1 859	-2 816
Sector privado (Millones de US\$)	3 335	9 729	13 063	5 414	13 738	19 152
Operaciones interbancarias	399	4 534	4 933	575	5 948	6 524
1. BCR	463	4 543	5 007	677	5 959	6 636
2. Banco de la Nación	-65	-5	-69	-102	-5	-108
3. Banca de fomento	0	-5	-5	0	-5	-5
Otros 3/	341	-1 621	-1 279	-215	-2 095	-2 310
II. Reservas internacionales netas (Millones de US\$)		-517	-517		-1 685	-1 685
		-237			-730	
III. Otras operaciones con el exterior	0	100	100	0	-126	-126
IV. Liquidez privada (Millones de US\$)	3 635	10 979	14 614	4 817	13 922	18 739
		5 036			6 027	

M/n : Moneda nacional. M/e : Moneda extranjera.

1/ Preliminar.

2/ Incluye COFIDE.

3/ Incluye capital, reservas, provisiones, resultados y otros activos y pasivos (netos).

participación accionaria mayoritaria del Estado en la banca múltiple y en las empresas financieras. De esta forma, el Estado solamente mantiene participación accionaria en la banca múltiple y empresas financieras como accionista minoritario.

Las obligaciones totales de la banca múltiple con el sector privado se incrementaron en S/. 4,1 miles de millones, representando un aumento en términos reales de 16 por ciento. Este aumento se explica por el crecimiento real de 20 por ciento en los depósitos en moneda nacional y de 15

por ciento en los depósitos en moneda extranjera (US\$ 991 millones). El crecimiento en los depósitos en moneda nacional respondió principalmente al aumento del cuasidinero (29 por ciento). Al interior del cuasidinero los depósitos a plazo y de ahorro registraron evoluciones similares, incrementándose 28 y 27 por ciento, respectivamente.

El crédito al sector privado mostró un menor crecimiento con relación al del año anterior. Así, la tasa de crecimiento real del crédito al sector privado durante 1995 (33

**CUADRO 55**  
**FUENTES DE EXPANSION DEL CREDITO AL SECTOR PRIVADO**  
**DE LA BANCA MULTIPLE**  
**(Flujo en millones de Nuevos Soles)**

	<b>Flujo de Crédito</b>		<b>Participación Porcentual</b>	
	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
DEPOSITOS DEL SECTOR PRIVADO 1/	3 110	1 795	55	33
Moneda nacional	1 563	803	28	15
Moneda extranjera	1 547	992	28	18
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	1 095	1 108	20	20
OTRAS OBLIGACIONES NETAS CON EL EXTERIOR	37	226	1	4
VALORES EN CIRCULACION	174	212	3	4
PATRIMONIO	680	721	12	13
CREDITO NETO SECTOR PUBLICO 1/ 2/	661	1 042	12	19
COFIDE	119	209	2	4
SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO	542	833	10	15
OTROS	-145	316	-3	6
CREDITO AL SECTOR PRIVADO	5 613	5 420	100	100
NOTA:				
CREDITO AL SECTOR PRIVADO:				
Moneda Nacional	1 807	2 080	32,2	38,4
Moneda Extranjera 3/	3 806	3 340	67,8	61,6
(US\$)	(1 730)	(1 485)		

1/ Excluye fondos de encaje.

2/ El signo positivo representa una contracción en estas cuentas.

3/ Equivale al flujo en moneda extranjera por el tipo de cambio bancario promedio del año.

por ciento) fue inferior a las tasas de años anteriores (53 y 41 por ciento en 1994 y 1993, respectivamente). El incremento real del crédito en moneda nacional (47 por ciento) fue mayor al de moneda extranjera (28 por ciento).

La expansión del crédito de la banca múltiple al sector privado fue financiado en un 29 por ciento a través de un mayor endeudamiento neto con el exterior, tanto directo como a través de COFIDE. La participación de los depósitos del sector público no financiero dentro del financiamiento del crédito al sector privado se elevó de 10 por ciento en 1994 a 15 por ciento en 1995, mientras que en el caso de los depósitos del sector privado dicha participación disminuyó de 55 a 33 por ciento en el mismo período.

La acumulación neta de recursos del sector público en la banca múltiple favoreció la posibilidad de financiamiento de la actividad privada. Así, en moneda nacional, el gobierno central acumuló en términos netos S/. 147 millones en la banca múltiple, de los cuales S/. 76 millones correspondieron a FONAVI, mientras que el resto del sector público lo hizo en S/. 371 millones (S/. 182 millones de empresas estatales y S/. 158 millones del IPSS). En moneda extranjera, la contracción del crédito neto obedeció principalmente al resto del sector público (US\$ 221 millones), destacando la acumulación neta de COFIDE (US\$ 96 millones), empresas estatales (US\$ 86 millones) e IPSS (US\$ 37 millones).

Las reservas internacionales netas de la banca múltiple se redujeron en US\$ 493 millones, correspondiendo a un incremento de pasivos internacionales por US\$ 633 millones y a mayores activos internacionales por US\$ 140 millones. Cabe destacar la

importancia que viene adquiriendo desde 1994 el endeudamiento externo de los bancos como fuente de financiamiento, reflejo de la mayor confianza en la economía, que ha permitido que los bancos locales vuelvan a acceder, después de doce años, a líneas del exterior. El crédito neto de US\$ 96 millones que COFIDE otorgó a la banca múltiple fue financiado por un mayor endeudamiento de esta institución con el exterior por US\$ 91 millones. Parte importante de estas líneas del exterior se encuentran vinculadas a operaciones de comercio exterior.

## **8. MERCADO DE CAPITALES Y FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL**

### **A. MERCADO PRIMARIO**

La colocación de bonos en el mercado interno marcó la pauta de la profundización del mercado de capitales en 1995, dado que los efectos de la crisis mexicana en la región no favorecieron la emisión de bonos en el exterior. Se colocó bonos por un monto equivalente a US\$ 315 millones, frente a US\$ 205 millones del año anterior. El 76 por ciento (US\$ 238 millones) correspondió a bonos en moneda extranjera y el 24 por ciento restante (S/. 178 millones) a títulos en moneda nacional. La mayor parte de los bonos tienen plazos de tres a cinco años y pagan intereses trimestralmente. Asimismo, la mayoría de las emisiones en moneda nacional tienen tasas de interés indexadas a la inflación.

Si bien la mayor parte de las nuevas colocaciones fueron bonos de arrendamiento financiero (US\$ 139 millones), la de bonos

corporativos alcanzó a US\$ 116 millones, superior a la registrada en 1994 (US\$ 89 millones). Destacan en estas últimas colocaciones las del Consorcio Fabril Pacífico (US\$ 39 millones).

El monto colocado en bonos subordinados fue de US\$ 61 millones, de los cuales US\$ 31 millones fueron en moneda extranjera y S/. 69 millones (US\$ 30 millones) en moneda nacional.

**CUADRO 56**  
**BONOS DEL SECTOR PRIVADO**  
**(SALDOS Y FLUJOS EN MILLONES DE US DOLARES)**

	1993	1994	1995
Saldo total de bonos (I+II)	154	325	584
Flujo Neto	49	171	262
Colocación	51	205	314
Redención	2	34	52
I. Bonos de Entidades Financieras (A+B)	142	236	383
A. Bonos de Arrendamiento Financiero	142	203	291
Flujo Neto	37	61	89
Colocación	39	83	137
Redención	2	22	48
B. Bonos Subordinados	0	33	92
Flujo Neto	0	33	61
Colocación	0	33	61
Redención	0	0	0
II. Bonos de Entidades No Financieras (A+B)	12	89	201
A. Bonos Corporativos Simples	12	49	161
Flujo Neto	12	37	112
Colocación	12	49	116
Redención	0	12	4
B. Bonos Corporativos Convertibles	0	40	40
Flujo Neto	0	40	0
Colocación	0	40	0
Redención	0	0	0

## B. MERCADO BURSÁTIL

El mercado bursátil estuvo afectado en gran medida por la crisis mexicana de fines de 1994. Como efecto de la crisis sobrevino desconfianza en la región, originándose inestabilidad en los flujos de capital y reducción en la participación de América Latina dentro de la cartera de los inversionistas extranjeros. Sin embargo, los resultados de la bolsa, el Índice General Bursátil (IGB) con una variación negativa en 1995 de 12,1 por ciento y el Selectivo (ISB) con una apenas positiva de 0,4 por ciento en igual período, estuvieron por debajo de los alcanzados en otras bolsas latinoamericanas. Esto sugiere la influencia en el desarrollo bursátil peruano de factores adicionales, como el conflicto bélico con el Ecuador, las elecciones presidenciales, la desaceleración del PBI y el crecimiento del déficit en cuenta corriente.

A nivel sectorial terminaron con rentabilidades negativas las acciones industriales de trabajo (30,1 por ciento), las industriales comunes (12,8 por ciento) y las mineras de trabajo (9,5 por ciento), entre las principales. Por el contrario, destacaron por su evolución positiva las de servicios públicos (56,6 por ciento) y las mineras comunes (28,2 por ciento). La capitalización bursátil registró un incremento de 52 por ciento, alcanzando el valor de S/. 27 miles de millones a fin de año (20 por ciento del PBI). Una parte apreciable de dicho incremento se debió a la incorporación en octubre de los títulos de Credicorp, parte de los cuales no se cotizaba antes en la Bolsa de Valores de Lima. En cuanto al número de valores inscritos en Rueda, la cifra se incrementó en el año de 267 a 298.

## 9. SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

El Sistema Privado de Pensiones (SPP) siguió creciendo. Los afiliados sumaron 1,1 millones de aportantes (18 por ciento más que en 1994), mientras que el valor del fondo ascendió a S/. 1,3 miles de millones (US\$ 583 millones), 138 por ciento mayor que en 1994.

Mediante Ley 26504 (del 18 de julio) se estableció nuevas disposiciones, con el fin de impulsar un mayor desarrollo del sistema privado de pensiones. Se igualó los términos de los sistemas público y privado en cuanto a aportes del trabajador y edad de jubilación, como consecuencia de lo cual el ritmo de afiliación al SPP se aceleró considerable-

**CUADRO 57**  
**SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES: 1995**

	Número de afiliados (en miles)	Valor del Fondo (S/. millones)	Valor de Cuota (en S./) 1/
Enero	965	632	14,2
Febrero	968	689	14,4
Marzo	971	747	14,5
Abril	974	828	15,3
Mayo	977	887	15,5
Junio	982	940	15,5
Julio	1 002	1 009	16,0
Agosto	1 026	1 110	16,2
Setiembre	1 052	1 155	16,3
Octubre	1 079	1 204	16,3
Noviembre	1 107	1 273	16,6
Diciembre	1 130	1 348	16,9

1/ El valor de cuota es la división del patrimonio total del Fondo entre el número de cuotas (participaciones) en circulación. Este valor se incrementa por los rendimientos que obtiene la AFP de las inversiones realizadas con el fondo que administra.

Fuente: Superintendencia de AFPs.

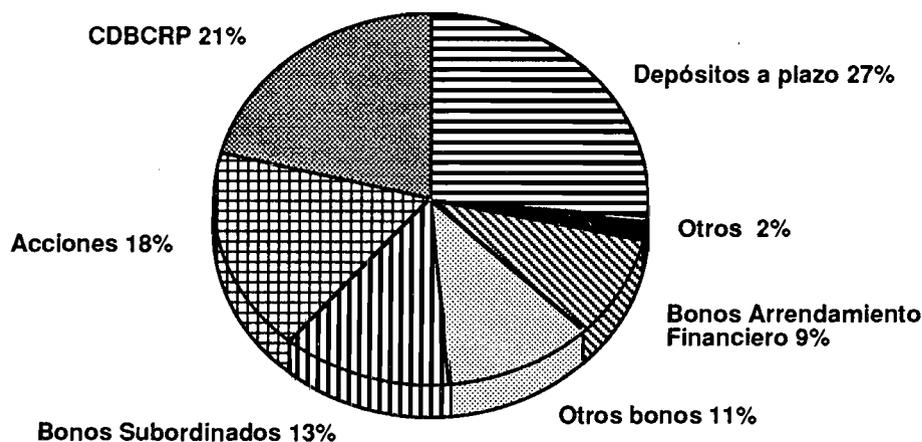
mente. Así, mientras en el primer trimestre la tasa de afiliación mensual promedio fue de 0,4 por ciento, a partir de julio se elevó a 2,4 por ciento. Adicionalmente, mediante Resolución 335-95-EF/SAFP (del 26 de agosto) se dispuso el procedimiento y los requisitos para el traspaso a partir del 1 de noviembre de los afiliados entre las distintas administradoras de fondos de pensiones (AFPs).

La rentabilidad promedio real obtenida por los fondos privados de pensiones fue de 5,6 por ciento. Hacia fines de 1995, el 73 por ciento de la cartera de inversiones estaba concentrado en instrumentos denominados en soles, frente a 83 por ciento a fines de 1994. Los instrumentos de renta fija representaron el 82 por ciento del total de inversiones (59 por ciento en moneda nacional y 23 por ciento en moneda extranjera). Las

inversiones de renta variable ascendieron al 18 por ciento del portafolio (13 por ciento en moneda nacional y 5 por ciento en moneda extranjera). En 1994 las participaciones de los instrumentos de renta fija y variable fue de 86 y 14 por ciento, respectivamente.

La participación de los instrumentos emitidos por el sistema financiero disminuyó de 76 por ciento a fines de 1994 a 71 por ciento a finales de 1995. En buena parte se debió a la disminución de los depósitos a plazo de 32 por ciento a 28 por ciento. De igual manera, los instrumentos emitidos por el gobierno disminuyeron su participación de 6 por ciento a 2 por ciento de la cartera de inversiones. Esta mayor inversión en instrumentos del sector privado se dirigió a los bonos corporativos (crecieron de 3 a 10 por ciento de la cartera) y acciones (de 14 a 18 por ciento).

**GRAFICO 9**  
**SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES**  
**CARTERA DE INVERSIONES**  
**(AL 31.12.95)**



Fuente: Superintendencia de AFPs

## **10. FONDOS MUTUOS DE INVERSION**

El patrimonio total administrado por los fondos mutuos creció en el año 294 por ciento (de S/. 3,2 millones a finales de 1994 a S/. 12,6 millones, en tanto que el número de afiliados a dichos fondos también se elevó de 410 a 931 participantes (127 por ciento). Estos incrementos se explican por la aparición de un tercer fondo mutuo, que inició sus operaciones a mediados del año.

Los tres fondos mutuos tuvieron rentabilidades negativas en el año, resultado que se explica por la concentración de la cartera en valores de renta variable y el desempeño negativo de la Bolsa de Valores de Lima. Cabe mencionar que, a pesar de las expectativas generadas sobre el desarrollo de estas instituciones, algunos fondos que habían sido autorizados a operar no lo hicieron, a la espera de condiciones más favorables en el mercado de valores.