

## V.

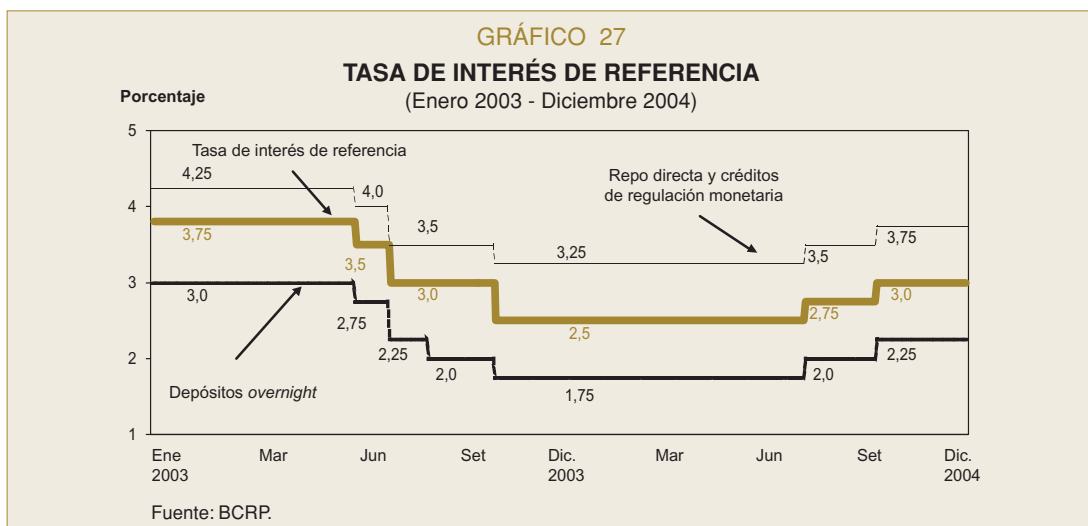
## Moneda y crédito

En el año 2004 la inflación se ubicó en el límite superior del rango meta del BCRP (3,5 por ciento), luego de que la economía fuese afectada por sucesivos choques inflacionarios de oferta. Dado el carácter transitorio de estos choques, el Banco Central no modificó la posición de la política monetaria en la primera mitad del año. Sin embargo, ante la magnitud y persistencia del desvío de la tasa de inflación con respecto a la meta, el BCRP elevó su tasa de interés de referencia en dos oportunidades para evitar la propagación de los choques sobre el resto de componentes de la canasta del consumidor y la elevación de las expectativas de inflación. Esta decisión además era compatible con la reducción paulatina del estímulo monetario. Adicionalmente, por cuarto año consecutivo se registró una disminución de la dolarización financiera.

### 1. Acciones de política monetaria

Entre enero y julio de 2004, el Banco Central mantuvo estable su posición de política monetaria con una tasa de interés de referencia de 2,5 por ciento. A partir de junio, la tasa de inflación anual comenzó a situarse por encima del nivel de 3,5 por ciento. Esta alza había sido ya anticipada como transitoria en los Reportes de Inflación de enero y mayo de dicho año, motivo por el cual no se consideró necesario modificar en este periodo la posición de política monetaria.

La persistencia de los choques de oferta, en especial el alza en la cotización internacional del petróleo, hizo que la inflación anual se acelerara, alcanzando 4,6 por ciento en julio. En este contexto, el Banco Central elevó su tasa de interés de referencia en agosto y octubre (en 25 puntos básicos cada vez), con lo que la tasa de interés interbancaria pasó de 2,5 por ciento en julio a 3,0 por ciento en octubre. De esta manera, el Banco Central buscó evitar la propagación de los choques sobre el resto de componentes de la canasta del consumidor y que se afectaran las





expectativas de inflación, a la vez que se iba reduciendo paulatinamente el estímulo monetario.

Con estas acciones de política monetaria, la reversión parcial de los choques de oferta y la tendencia apreciativa del tipo de cambio, al cierre del año la inflación se ubicó en 3,48 por ciento, ubicándose dentro del rango meta de inflación del Banco Central.

En el año 2004, el BCRP modificó el régimen de encaje en moneda extranjera con la finalidad de reducir los riesgos de la economía asociados a la dolarización. En primer lugar, a partir de abril de 2004 se incluyó el incremento de los adeudados externos dentro del concepto de obligaciones de las entidades financieras que están sujetas al requerimiento de encaje. Esta medida homogeniza el trato a las obligaciones domésticas y externas en moneda extranjera del sistema financiero. De esta manera, la regulación reconoce que tanto la dolarización

financiera doméstica (obligaciones en moneda extranjera con residentes) como externa (obligaciones en moneda extranjera con no residentes) constituyen riesgos para la economía que deben ser interiorizados y para los que se necesita mantener activos líquidos.

Posteriormente, se dispuso un aumento de la tasa de encaje marginal en moneda extranjera de 20 a 30 por ciento a partir de noviembre de 2004. Esto estuvo orientado a reforzar la capacidad de respuesta del sistema financiero para enfrentar situaciones transitorias de iliquidez en moneda extranjera. Además, desde octubre de 2004 el Banco Central modificó la tasa de remuneración al encaje en moneda extranjera, aumentando el *spread* con respecto a la tasa LIBOR en 1/8 de punto porcentual. Así, la tasa de remuneración al encaje pasó de LIBOR - 1/8 a LIBOR - 1/4. Con esta modificación se buscó incentivar la intermediación financiera en moneda nacional.

RECUADRO 11

**RIESGOS DEL ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA**

Actualmente existe una parte significativa del crédito que reciben las empresas y familias que se encuentra denominada en moneda extranjera. Así, al cierre de 2004, alrededor de 74 por ciento del crédito bancario está denominado en dólares. Si se considera además el financiamiento al sector privado de otros intermediarios financieros (cajas municipales, Edpymes, etc) y de los inversionistas institucionales (AFP, fondos mutuos, entre otros) el coeficiente de dolarización se reduce a 71 por ciento.

Esta situación de alta dolarización de los créditos genera un descalce de moneda en los balances de las familias y empresas, considerando que la mayor parte de ellas generan ingresos en moneda local o, en general, sus ingresos están vinculados al dinamismo del mercado interno (efecto "hoja de balance"). El descalce de moneda implica un riesgo cambiario: si el precio del dólar sube, el monto de las obligaciones en moneda extranjera se eleva en términos de moneda doméstica, mientras que con los ingresos no ocurre lo mismo<sup>1/</sup>.

En los últimos años se ha dado un importante proceso de desdolarización financiera: tanto los depósitos del público en el sistema financiero como el crédito que este último otorga al sector privado se han ido desdolarizando gradualmente.

Sin embargo, el dinamismo del aumento de los depósitos en soles captados por la banca ha sido mayor que el de los créditos bancarios en la misma moneda. Así, el crédito en moneda doméstica otorgado por las empresas bancarias se elevó en alrededor de S/. 0,7 mil millones durante el 2004 (de S/. 9,5 mil millones a S/. 10,2 mil millones), mientras que los pasivos en soles con el sector

**INDICADORES DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA**

(En porcentaje del agregado monetario total)

Año	Liquidez total del sistema bancario	Crédito del sistema bancario al sector privado	Crédito del sistema financiero al sector privado
1993	69	76	77
1994	64	74	74
1995	63	71	72
1996	67	74	72
1997	65	77	75
1998	69	80	79
1999	70	82	82
2000	70	82	81
2001	67	80	78
2002	65	79	76
2003	62	77	73
2004	55	74	71

privado aumentaron en más del doble de este flujo (de S/. 11,3 mil millones a S/. 13 mil millones). Es decir, el mayor fondeo en soles de los bancos en el 2004 se ha canalizado sólo parcialmente hacia préstamos en soles al sector privado.

Una posible explicación a la menor respuesta del crédito en moneda local ante el mayor fondeo en esta moneda es el hecho que los agentes económicos (intermediarios financieros y deudores) podrían no estar percibiendo adecuadamente los riesgos de tipo de cambio asociados al endeudamiento en moneda extranjera. En particular, esta inclinación por tomar deudas en moneda extranjera puede ser mayor en una coyuntura en la que existe la expectativa de que la moneda local continúe apreciándose en el corto plazo.

Así, por ejemplo, el crédito hipotecario en moneda extranjera de las empresas bancarias se incrementó en US\$ 235 millones, mientras que en moneda nacional sólo aumentó S/. 10 millones en 2004. Una parte significativa de este comportamiento es explicado por los préstamos del Fondo Mivivienda, los cuales se incrementaron US\$ 156 millones en moneda extranjera y sólo S/. 8 millones en moneda nacional en 2004. De igual manera, se ha registrado un crecimiento importante del financiamiento en dólares al sector privado por parte de las instituciones de microfinanzas (30 por ciento en 2004 frente a un crecimiento en soles de 18 por ciento) y de inversionistas institucionales (22 por ciento en dólares frente a 6 por ciento en soles).

En este contexto, son necesarias medidas que tiendan a reducir la vulnerabilidad de nuestra economía al efecto hoja de balance. Dentro de este conjunto de medidas se pueden considerar las siguientes:

- \* Medidas orientadas a que los agentes económicos (intermediarios financieros y clientes) interioricen los riesgos asociados a tomar posiciones en dólares, incrementado el costo relativo de la intermediación en dicha moneda. La modificación del diferencial con respecto a la tasa LIBOR que determina la tasa de remuneración al encaje en moneda extranjera (en octubre de 2004 la tasa pasó de LIBOR-1/8 a LIBOR-1/4) fue una medida en esta línea.
- \* Medidas con el fin de minimizar el riesgo cambiario asociado a la toma de posiciones en dólares. En este sentido, es prioritario el desarrollo del mercado de contratos *forward* de moneda extranjera.
- \* Medidas que apuntan a incrementar la oferta de instrumentos financieros en soles. El reciente desarrollo del mercado de deuda pública doméstica ha servido de referencia para la emisión de títulos en soles a plazos cada vez más largos, fortaleciendo la potencia de la política monetaria y promoviendo la desdolarización del portafolio del sector privado.

1/ El efecto "hoja de balance" en la economía peruana ha sido analizado recientemente en trabajos como el de Loveday, Molina y Rivas-Llosa, "Mecanismos de transmisión de la política monetaria y el impacto de una devaluación en el nivel de las firmas", Estudios Económicos No. 12, BCRP, 2004; y el de Carranza, Cayo y Galdón-Sánchez, "Exchange rate volatility and economic performance in Peru: A firm level analysis", Working Paper No. 12, Universidad de Navarra, 2003.

## 2. Tasas de interés

El control monetario sobre la tasa de interés interbancaria en soles ha permitido continuar con la disminución de su volatilidad, medida a través de la desviación estándar promedio, de 9 puntos básicos en 2003 a 7 puntos en 2004. Ello a su vez ha contribuido a hacer más predecible la política monetaria, y ha reforzado el mecanismo mediante el cual cambios en la tasa de interés interbancaria se transmiten al resto de tasas de interés en soles.

Las tasas de interés domésticas pueden ser influenciadas tanto por las variaciones de las tasas de interés en el exterior como por las expectativas de que éstas varíen, así como por los niveles de riesgo país que el Perú pueda registrar. Durante el primer semestre del año, la curva de rendimiento de los instrumentos en soles (CDBCRP y bonos del Tesoro Público) registró un comportamiento al alza, asociado a las expectativas de que la Reserva Federal

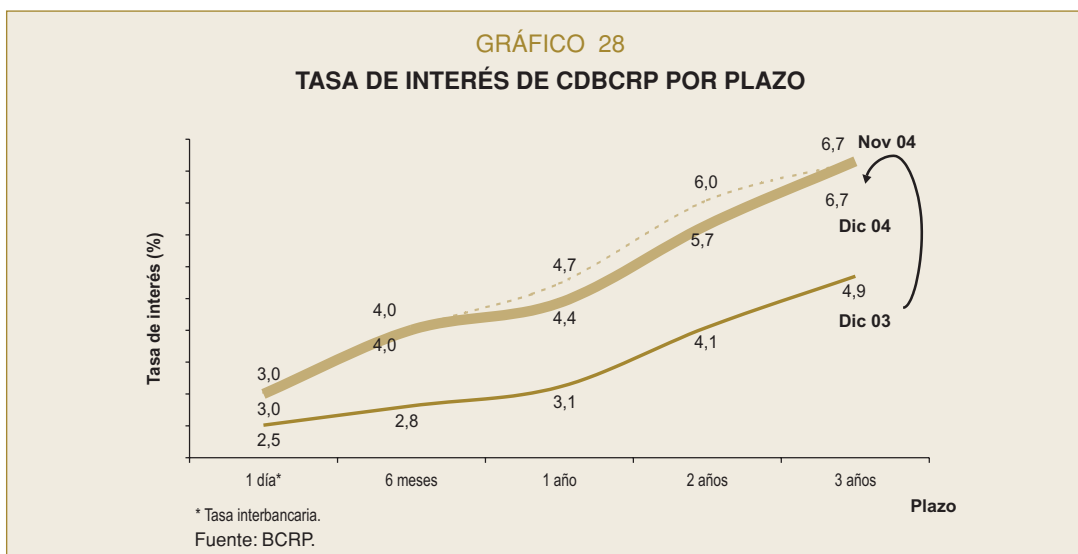
de los Estados Unidos (FED) aumentase su tasa de interés y al incremento regional de los niveles de riesgo país, lo cual también afectó al Perú.

En los meses siguientes, las tasas de interés de los títulos en moneda nacional se redujeron debido a que el alza en las tasas de interés de la FED fue a un ritmo

**CUADRO 48**  
**NIVEL Y VARIABILIDAD DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA**  
(En puntos porcentuales)

Año	Nivel promedio	Desviación estándar
1998	18,7	6,45
1999	15,0	4,72
2000	12,6	2,67
2001	9,0	0,91
2002	3,2	0,48
2003	3,4	0,09
2004	2,7	0,07

Fuente: BCRP.



**RECUADRO 12**

**IMPACTO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA SOBRE EL RESTO DE TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES**

El nivel de la tasa de interés interbancaria sirve de referencia para la formación del resto de tasas de interés en nuevos soles y, por lo general, afecta más a aquellas tasas con menor riesgo crediticio y menores plazos. Una mayor respuesta y menor tiempo de ajuste de las tasas de interés en nuevos soles ante cambios en la tasa interbancaria refuerza la potencia de la política monetaria vía el canal de tasas de interés.

Para estimar estos efectos, se consideró información de 1995 a 2004, la cual fue dividida en dos sub-muestras para identificar si la mayor predictibilidad de la tasa interbancaria a partir de la reducción reciente de su volatilidad ha reforzado este canal de transmisión de la política monetaria. Los resultados muestran que, luego de la adopción del esquema de Metas de Inflación, el impacto de largo plazo (coeficiente de traspaso) de la tasa de interés interbancaria sobre las tasas en nuevos soles ha aumentado y el tiempo de ajuste para que el efecto se transmita se ha reducido.

**IMPACTO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES: ANÁLISIS DE CORTO Y LARGO PLAZO**

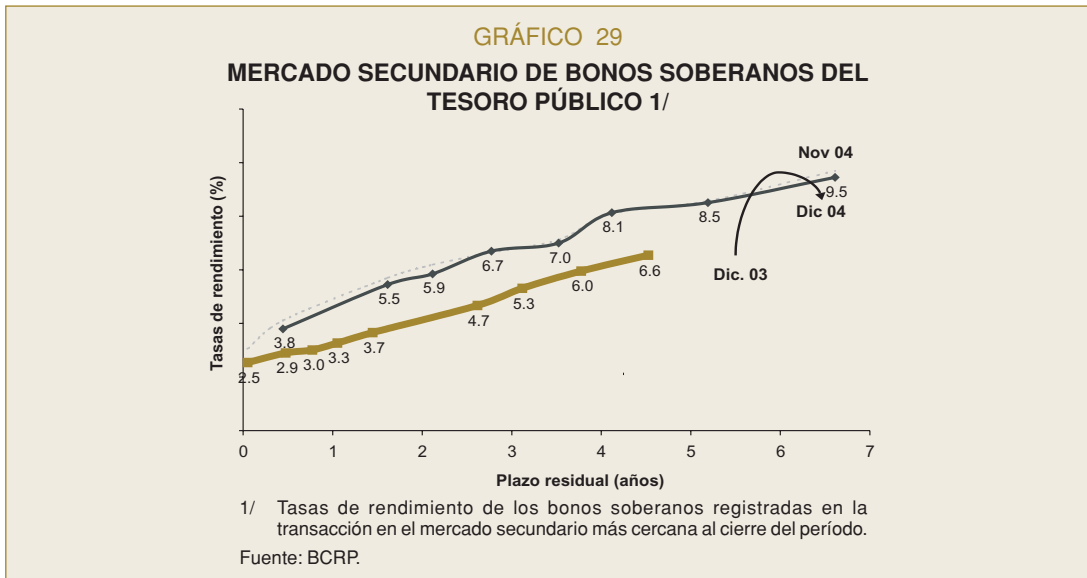
(Abril 1995 - Diciembre 2004)

	Préstamos		Depósitos			
	Hasta 360 días	Más de 360 días	Plazo hasta 30 días	Plazo 31-179 días	Plazo 180-359 días	Plazo 360 días y más
<b>Impacto de largo plazo</b>						
Abr.95-Dic.01	0,36	0,59	0,31	0,20	0,10	0,07
Abr.95-Dic.04	0,88	1,45	0,70	0,67	0,61	0,55
<b>Velocidad de Ajuste 1/</b> (en número de meses)						
Abr.95-Ene.01	7	17	6	15	11	52
Feb.01-Dic.04	4	4	3	7	11	16

1/ Se considera el impacto de largo plazo para la muestra completa (abril 1995-diciembre 2004).

Adicionalmente, se observa que el efecto de un cambio de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria es mayor para las tasas de interés de préstamos de mayor plazo, mientras que en el caso de las tasas pasivas, el efecto es menor para plazos mayores.

Antes del anuncio del corredor de tasas de interés de referencia en 2001, el coeficiente de traspaso sólo era estadísticamente diferente de cero para dos de las siete tasas de interés consideradas. Desde el anuncio del corredor, el coeficiente de traspaso comenzó a incrementarse en todos los casos.

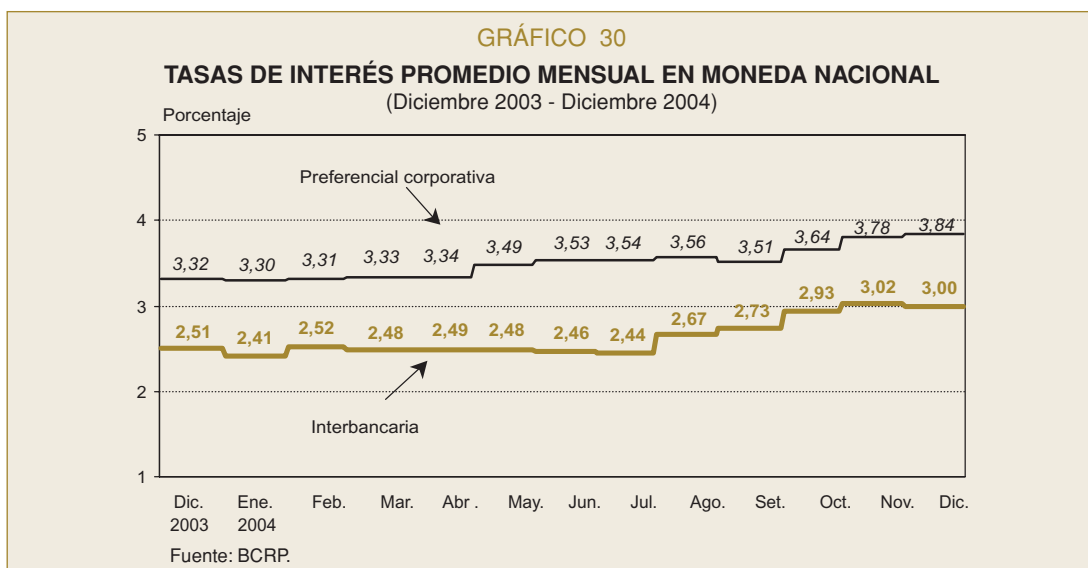


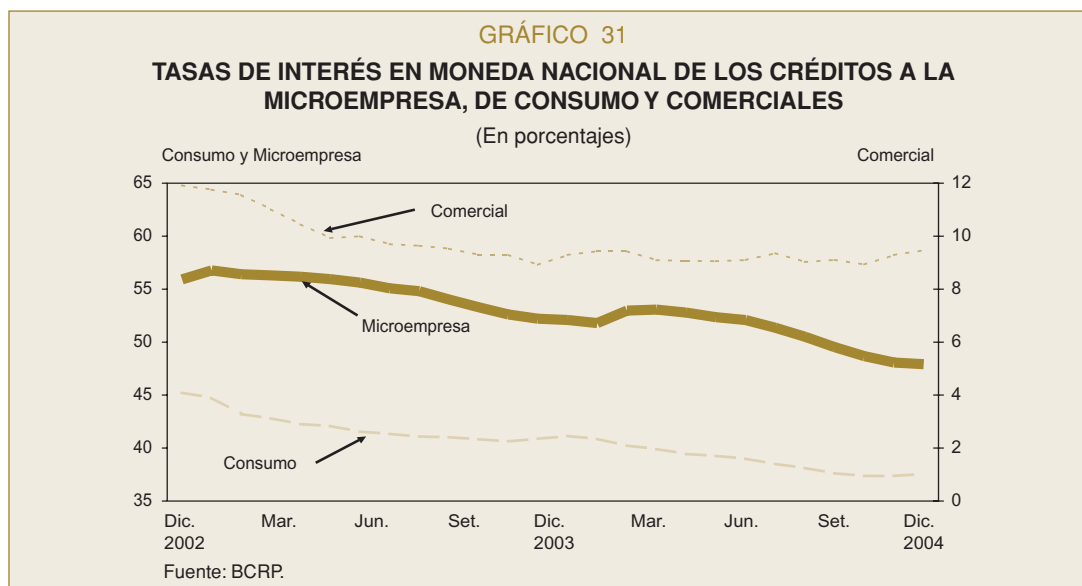
menor a lo esperado, a la caída en el riesgo país y a que las expectativas de inflación del público se realinearon respecto a la meta de inflación del BCRP luego de las dos alzas de la tasa de interés de referencia.

Las presiones al alza en las tasas de interés en moneda nacional observadas en la primera mitad del año también se hicieron presentes en la tasa de interés de los créditos a 90 días para clientes de bajo riesgo (corporativos), la cual se vio afectada además por el incremento de la tasa de interés interbancaria inducido por el Banco Central.

Así, entre diciembre de 2003 y diciembre de 2004, esta tasa pasó de 3,3 a 3,8 por ciento.

Por su parte, las tasas de interés para los créditos de consumo y para la microempresa en soles se redujeron de 40,9 por ciento a fines de 2003 a 37,4 por ciento al cierre de 2004; y de 52,2 a 48,1 por ciento, respectivamente, en igual período. Esta evolución estuvo asociada a las menores primas por riesgo, a la mayor competencia en el mercado y a la reducción de la morosidad bancaria. La tasa de





interés promedio para los créditos comerciales se mantuvo relativamente estable durante el año, pasando de 8,9 a 9,3 por ciento.

De manera similar, la tasa de interés activa promedio (con estructura constante) en soles de las empresas bancarias mantuvo la tendencia decreciente registrada en los años previos, pasando de 19,0 por ciento al cierre de 2003 a 18,2 por ciento a fines de 2004.

El comportamiento de las tasas de interés en moneda extranjera estuvo asociado principalmente a la tendencia

alcista de las tasas en el exterior. La tasa LIBOR a tres meses pasó de 1,2 por ciento en diciembre de 2003 a 2,5 por ciento en diciembre de 2004.

### 3. Agregados monetarios

#### 3.1. Liquidez del sistema bancario

En 2004 la liquidez promedio en moneda nacional continuó la tendencia creciente que registró en los últimos años, aumentando de 8,8 por ciento del PBI nominal en 2003 a 9,2 por ciento en 2004. En el mismo periodo, la liquidez total promedio pasó de

**CUADRO 49**  
**TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN NUEVOS SOLES**  
(En porcentajes)

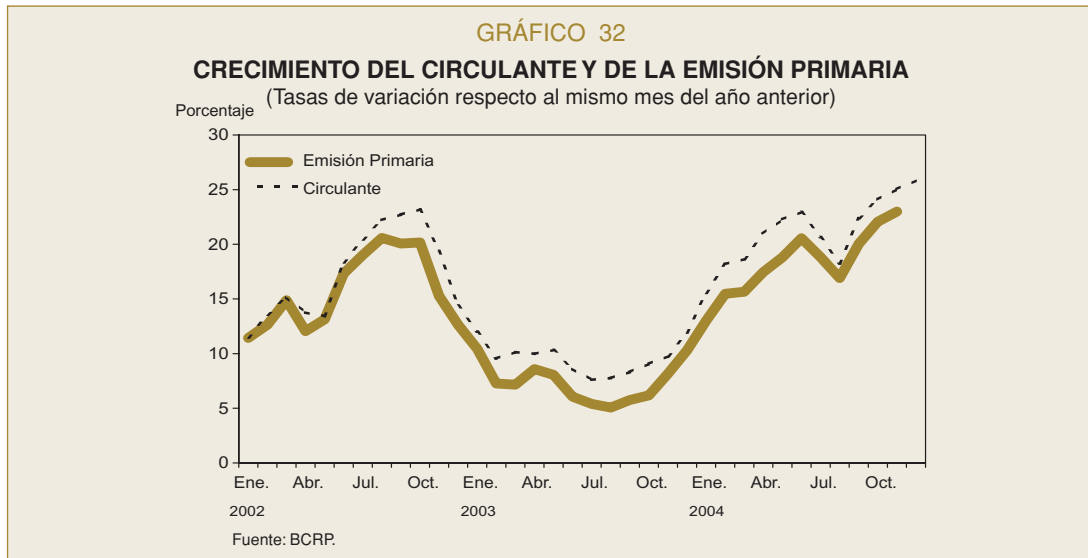
	2002	2003	2004
1. Interbancaria	3,8	2,5	3,0
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	5,3	3,0	3,2
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	5,1	4,2	4,4
4. Activa preferencial	5,1	3,3	3,8
5. Activa promedio hasta 360 días	14,8	14,0	14,7
6. Activa promedio estructura constante	22,3	19,0	18,2
7. Del saldo de CDBCRP	4,7	3,9	4,5

Fuente: SBS y BCRP.

**CUADRO 50**  
**TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN DÓLARES**  
(En porcentajes)

	2002	2003	2004
1. Interbancaria	2,2	1,1	2,2
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,8	1,2	1,7
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	2,2	1,6	1,8
4. Activa preferencial	2,4	1,7	2,6
5. Activa promedio hasta 360 días	8,1	7,2	7,7
6. Activa promedio estructura constante	10,2	9,4	9,4
7. LIBOR	1,4	1,2	2,5
8. Remuneración al encaje	1,3	1,0	2,3

Fuente: SBS y BCRP.



24,6 por ciento del PBI nominal en 2003 a 23,0 por ciento en 2004.

### 3.2. Emisión y circulante

La mayor preferencia de los agentes económicos por la moneda nacional -en un contexto de apreciación del nuevo sol- y el mayor nivel de actividad económica, determinaron en 2004 un mayor ritmo de expansión de la emisión primaria, en particular del circulante. Así, la tasa de crecimiento anual de la emisión primaria pasó de 10,1 por ciento en diciembre de 2003 a 25,3 por ciento en diciembre de 2004; en tanto que la del circulante se elevó de 13,5 a 26,1 por ciento en igual periodo. Sobre el crecimiento del circulante,

también habría afectado la aplicación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) ya que este tributo incentiva una mayor demanda por este tipo de saldo monetario.

En términos promedio, la emisión primaria creció 18,8 por ciento, asociado al crecimiento del PBI nominal (10,8 por ciento) y a la caída de la velocidad de circulación del dinero y del multiplicador en 4,7 y 2,2 por ciento, respectivamente. La reducción de la velocidad de circulación del dinero responde a la mayor demanda por saldos reales en moneda nacional, mientras que la disminución del multiplicador bancario corresponde a una mayor preferencia por circulante.

**CUADRO 51**  
**LIQUIDEZ PROMEDIO EN NUEVOS SOLES DEL SISTEMA BANCARIO**  
(Variaciones porcentuales anuales promedio)

	Deflactor del PBI	Variación del PBI		Liquidez en moneda nacional	Velocidad de circulación	Componentes de la oferta monetaria	
		Real	Nominal			Emisión	Multiplicador
<b>2002</b>	0,6	4,9	5,6	17,0	-9,7	15,8	1,1
<b>2003</b>	2,3	4,0	6,3	10,7	-3,9	7,4	3,1
<b>2004</b>	5,7	4,8	10,8	16,2	-4,7	18,8	-2,2

Fuente: BCRP.



El saldo de la emisión primaria al cierre del año 2004 fue de S/. 9 327 millones, mayor en S/. 1 886 millones al de diciembre de 2003. La principal fuente de variación provino de las compras de moneda extranjera a través de la Mesa de Negociación por US\$ 2 340 millones (equivalentes a S/. 7 896 millones), atenuadas por ventas netas de dólares al sector público por US\$ 487 millones (S/. 1 663 millones).

Las intervenciones cambiarias del Banco Central permitieron el fortalecimiento de la posición de reservas internacionales, la recomposición del portafolio privado hacia activos en moneda nacional y el suavizamiento de las fluctuaciones del tipo de cambio, presionado por la entrada de divisas asociada al buen desempeño de las cuentas externas.

### RECUADRO 13

#### RELACIÓN ENTRE DINERO E INFLACIÓN

La evolución reciente del crecimiento de la emisión primaria y del circulante en la economía peruana (1994-2004) revela que estos agregados monetarios no han mostrado una estrecha relación con la evolución de la inflación. En particular, se observa que una mayor tasa de crecimiento de la emisión primaria no se ha traducido en los últimos años en mayor inflación.

A nivel empírico, el trabajo de De Gregorio<sup>1/</sup> muestra que existe una baja relación entre el crecimiento monetario y la inflación, en particular en economías con inflaciones bajas. Dicha relación se debilita aún más en procesos de desdolarización en el caso de una economía con dolarización parcial.

Para analizar la relación entre dinero e inflación a nivel internacional, se consideró la relación entre las tasas de crecimiento de dos agregados monetarios (emisión primaria y circulante) y la tasa de inflación para Argentina, Australia, Brasil, Chile, Colombia, Unión Europea, Japón, México y Estados Unidos, utilizando información para el año 2004. Los resultados sugieren que, en el corto plazo, no existe una relación uno a uno entre la tasa de crecimiento de los agregados monetarios considerados y la tasa de inflación. Es decir, un aumento del crecimiento de la emisión primaria (o del circulante) no se traduce necesariamente en un aumento en la misma magnitud de la tasa de inflación en el corto plazo.

1/ De Gregorio, José. "Rapid Growth of Monetary Aggregates and Inflation: The International Evidence". Working Paper No. 256, Banco Central de Chile, 2004.

#### RELACIÓN ENTRE EMISIÓN, CIRCULANTE E INFLACIÓN EN EL PERÚ 1994 - 2004 1/

(Variaciones porcentuales últimos 12 meses)

Año	Emisión	Circulante	Inflación
1994	48,2	49,9	15,4
1995	36,9	27,6	10,2
1996	9,2	6,6	11,8
1997	19,1	17,9	6,5
1998	5,5	3,2	6,0
1999	17,0	17,2	3,7
2000	-4,0	-2,0	3,7
2001	7,9	9,0	-0,1
2002	11,0	13,5	1,5
2003	10,1	13,5	2,5
2004	25,3	26,1	3,5

1/ Datos fin de período.

#### RELACIÓN ENTRE EMISIÓN, CIRCULANTE E INFLACIÓN: EVIDENCIA INTERNACIONAL

(Variaciones porcentuales últimos 12 meses)

	Emisión	Circulante	Inflación
Argentina	13,1	27,1	6,1
Australia	3,3	4,2	2,6
Brasil	21,2	20,8	7,6
Chile	13,9	16,1	2,4
Colombia	17,1	14,4	5,5
Unión Europea	11,9	13,2	2,4
Japón	4,2	1,2	0,2
México	12,0	14,3	5,2
Estados Unidos	5,2	4,6	3,3

Fuente: FMI y bancos centrales. Información a diciembre de 2004.



**CUADRO 52**  
**FUENTES DE VARIACIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA**  
(Millones de nuevos soles)

	2002	2003	2004
<b>I. OPERACIONES CAMBIARIAS</b>	<b>436</b>	<b>3 465</b>	<b>6 239</b>
<i>(Millones de US\$)</i>	128	998	1 854
1. Compras netas en Mesa de Negociación	- 133	3 645	7 896
2. Sector público	558	- 177	- 1 663
3. Otros	11	- 3	6
<b>II. OPERACIONES MONETARIAS</b>	<b>236</b>	<b>-2 783</b>	<b>-4 353</b>
1. Depósitos del sector público	- 81	- 921	- 721
2. Operaciones monetarias de inyección	170	-170	0
3. Valores BCRP	- 114	-2 143	-4 158
4. Otros	261	450	526
<b>III. TOTAL</b>	<b>672</b>	<b>682</b>	<b>1 886</b>
Variación % fin de periodo	11,0	10,1	25,3
Variación % promedio del periodo	15,8	7,4	18,8
<b>Nota:</b>			
<b>SALDOS AL CIERRE DEL AÑO</b>			
Valores BCRP	1 944	4 097	8 255
Operaciones monetarias de inyección	170	0	0
Depósitos del sector público	275	1 196	1 918
Emisión primaria	6 759	7 441	9 327

Fuente: BCRP.

Con la finalidad de esterilizar los excedentes de liquidez generados por las intervenciones en el mercado cambiario, el BCRP realizó colocaciones de CDBCRP, las cuales aumentaron el saldo de éstos de S/. 4 097 millones en diciembre de 2003 a S/. 8 255 millones en diciembre de 2004. La colocación de CDBCRP se caracterizó por la diversificación de plazos, a fin de facilitar el manejo

monetario y contribuir con tasas de interés de referencia para la curva de rendimiento en soles. No obstante, durante la primera mitad del año, ante las presiones al alza de las tasas de interés para los plazos más largos, el Banco Central optó por reducir el plazo promedio de las colocaciones. En los últimos meses del año, la reversión de estas presiones permitió al BCRP realizar nuevamente colocaciones a plazos

**GRÁFICO 33**  
**OPERACIONES CAMBIARIAS DEL BCRP**  
(Millones de US\$)





**CUADRO 53**  
**SALDO DE CDBCRP POR PLAZO**  
(Millones de nuevos soles)

	Dic. 2002	Dic. 2003	Dic. 2004
Hasta 3 meses	130	32	155
5 y 6 meses	565	790	495
7 y 9 meses	560	180	1 870
1 año y 18 meses	580	2 280	3 985
2 años y 3 años	0	815	1 750
<b>Total</b>	<b>1 635</b>	<b>4 097</b>	<b>8 255</b>
Nota:			
Plazo promedio del saldo de CDBCRP (días)	162	260	282
Tasa de interés promedio del saldo de CDBCRP	4,7%	3,9%	4,5%

Fuente: BCRP.

mayores. Así, el plazo promedio del saldo de CDBCRP aumentó de 260 días en diciembre de 2003 a 282 días al cierre de 2004.

Como consecuencia de la coyuntura de bajas tasas de interés internacionales y los costos de esterilización monetaria asociados a la acumulación preventiva de reservas internacionales, el BCRP registró un pérdida de S/. 63 millones en 2004 (a valores constantes). De

acuerdo con el artículo 93° de la Ley Orgánica del BCRP, las pérdidas del Banco Central son cubiertas con la reserva patrimonial que mantiene el Banco Central para estas eventualidades (S/. 107 millones al 31 de diciembre de 2004).

Los ingresos financieros en 2004 fueron menores en S/. 162 millones con respecto a 2003, explicado tanto por el menor flujo del rubro otros ingresos financieros (S/. 125 millones) cuanto por los menores intereses de las inversiones en títulos valores del exterior (S/. 78 millones). Con respecto al rubro de otros ingresos financieros, se debe señalar que en 2003 el Banco Central obtuvo ingresos extraordinarios de S/. 87 millones por la reversión de provisiones sobre la base de lo dispuesto en el Decreto Supremo No. 103-2003-EF. Asimismo, en el ejercicio 2003 se registraron ingresos por S/. 13 millones luego de la redención de los Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP).

Los egresos financieros en 2004 fueron mayores en S/. 115 millones con respecto a 2003, debido principalmente al incremento de los intereses pagados por la emisión de Certificados de Depósito

**CUADRO 54**  
**ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS DEL BCRP 1/**  
(Millones de nuevos soles)

	2002	2003	2004
<b>I. INGRESOS</b>	<b>975</b>	<b>868</b>	<b>716</b>
Ingresos financieros	972	860	698
Intereses sobre depósitos en bancos del exterior	297	145	186
Intereses sobre valores en entidades internacionales	554	546	468
Otros ingresos financieros	121	169	44
Ingresos no financieros	3	8	18
<b>II. EGRESOS</b>	<b>859</b>	<b>686</b>	<b>773</b>
Egresos financieros	529	476	591
Intereses por depósitos	401	307	332
Intereses por valores emitidos (CD BCRP)	101	139	231
Otros egresos financieros	27	30	28
Gastos operativos y de emisión	330	210	182
<b>III. RESULTADO POR EXPOSICIÓN A LA INFLACIÓN</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>
<b>IV. RESULTADO DEL EJERCICIO (I - II + III)</b>	<b>114</b>	<b>177</b>	<b>-63</b>

1/ Corresponde a los ingresos y egresos ajustados por efecto de inflación al cierre de cada ejercicio.

Fuente: BCRP.

CDBCRP (S/. 92 millones). El mayor saldo de esterilización registrado en 2004 fue la contrapartida del incremento de las reservas internacionales netas mediante la intervención cambiaria. Por su parte, durante el ejercicio 2004 los egresos operativos del Banco Central fueron menores en S/. 28 millones con respecto a 2003.

### 3.3. Reservas internacionales netas

Al cierre de 2004, las Reservas Internacionales Netas (RIN) ascendieron a US\$ 12 631 millones, registrando un aumento por cuarto año consecutivo. Este saldo, superior en US\$ 2 437 millones al del año anterior, sitúa a la economía peruana en una posición sólida para enfrentar eventuales contingencias de turbulencia en los mercados cambiarios y financieros. Así, con este nivel de RIN se cubren 2,5 veces las obligaciones externas a un

año, 15 meses de importaciones, 4 veces el saldo de la emisión primaria y 72 por ciento del agregado monetario total del sistema bancario.

La acumulación de las reservas internacionales provino principalmente de las operaciones cambiarias (US\$ 1 854 millones), así como del incremento de depósitos del sector público (US\$ 359 millones).

Las intervenciones cambiarias, así como otras operaciones, principalmente los ingresos financieros netos en moneda extranjera, permitieron un incremento de la posición de cambio del Banco Central de US\$ 2 056 millones durante 2004, alcanzando un nivel de US\$ 6 639 millones al cierre de dicho año. Con ello, la posición de cambio ha incrementado su participación relativa entre los componentes de las

**CUADRO 55**  
**FLUJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)**  
(Millones de US\$)

	2002	2003	2004
<b>I. Operaciones cambiarias</b>	<b>128</b>	<b>998</b>	<b>1 854</b>
1. Mesa de Negociación	- 32	1 050	2 340
- Compras	95	1 050	2 340
- Ventas	-127	0	0
2. Sector Público	157	- 51	- 487
3. Otros	3	- 1	2
<b>II. Depósitos del sistema financiero</b>	<b>185</b>	<b>- 488</b>	<b>23</b>
1. Empresas bancarias	103	- 361	124
2. Banco de la Nación	73	- 137	- 108
3. Otros	10	9	7
<b>III. Depósitos del sector público</b>	<b>364</b>	<b>- 139</b>	<b>359</b>
<b>IV. Otros</b>	<b>308</b>	<b>226</b>	<b>201</b>
<b>V. TOTAL</b>	<b>985</b>	<b>596</b>	<b>2 437</b>
<b>Saldos al 31 de diciembre:</b>			
Reservas Internacionales Netas	9 598	10 194	12 631
Posición de cambio	3 341	4 583	6 639
Depósitos del sistema financiero	3 381	2 892	2 915
Depósitos del sector público en el BCRP	2 900	2 761	3 120

Fuente: BCRP.

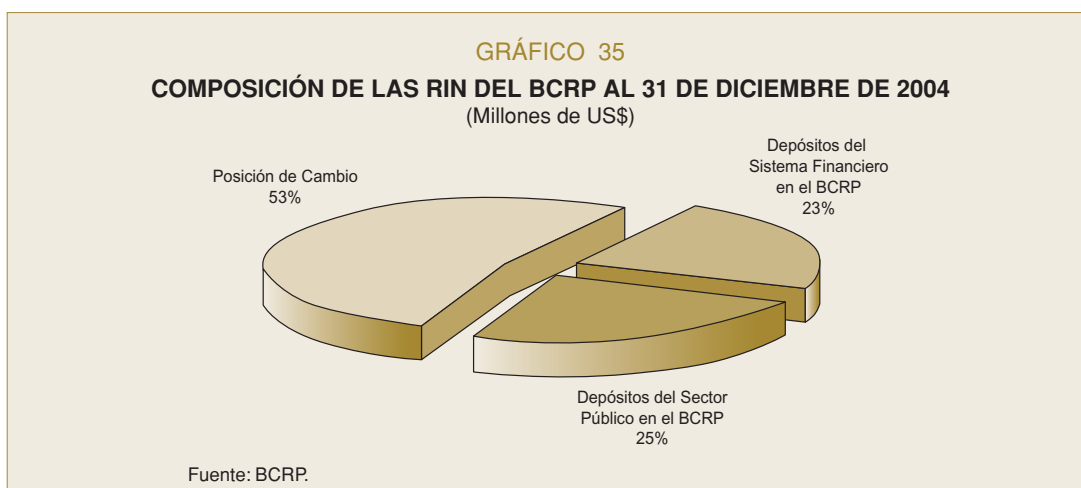
reservas internacionales, pasando de un nivel de 45 por ciento de las RIN a fines de 2003 a representar el 53 por ciento de éstas al cierre de 2004.

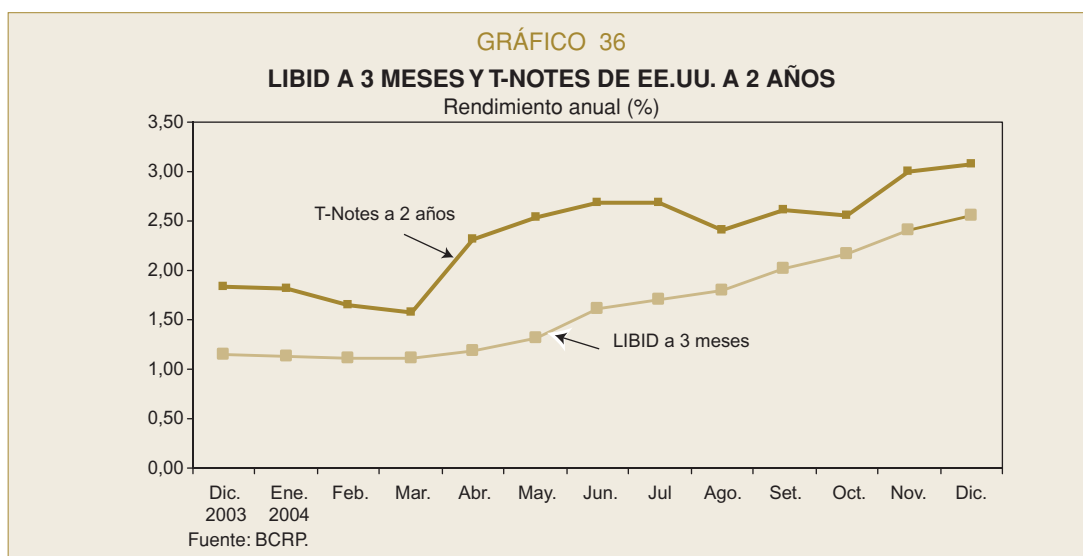
### 3.4. Gestión de las reservas internacionales

A fines del año 2004, las Reservas Internacionales Brutas (RIB) alcanzaron un nivel de US\$ 12 649 millones, monto superior en US\$ 2 443 millones al de fines del año 2003. En el segundo semestre del año la FED inició un período de alzas en su tasa de interés de referencia, lo que se reflejó en el inicio de la recuperación de los rendimientos de los valores de renta fija denominados en dólares de los Estados

Unidos, moneda en la que se encuentra invertida la mayor parte de estos recursos.

A fines del año 2004, algo más del 59 por ciento de las reservas brutas o activos internacionales, se encontraban invertidos en valores líquidos de alta calidad crediticia y el 34 por ciento en bancos del exterior de primer orden. La cartera de valores está compuesta por títulos emitidos por el Tesoro y Agencias de los Estados Unidos, por el Banco de Pagos Internacionales y por organismos supranacionales y otros gobiernos y agencias gubernamentales con calificativo crediticio de largo plazo no menor a AA. También incluye inversiones en certificados de depósito en bancos autorizados.





Los activos internacionales de reserva líquidos<sup>1/</sup> (a valor contable) al cierre del año 2004 alcanzaron un nivel de US\$ 12 039 millones. Los ingresos<sup>2/</sup>, rentabilizando dichos activos, llegaron a US\$ 191 millones, afectados por el relativamente bajo nivel de las tasas de interés internacionales. Respecto a la estructura por monedas, aumentó la participación de las inversiones denominadas en monedas distintas del dólar de los Estados Unidos y disminuyó la participación de las inversiones en la divisa norteamericana y en oro. En el caso del dólar de los

Estados Unidos, la participación relativa de esta moneda en los activos líquidos internacionales pasó de 95 a 88 por ciento. Si se descuenta las inversiones en dólares de los Estados Unidos efectuadas con los depósitos del sector público y del sistema financiero, la participación de esta divisa disminuye de 87 a 77 por ciento entre los años 2003 y 2004. Asimismo, se incrementaron las inversiones a plazos entre 3 y 12 meses y las de calificativo AAA. La duración promedio del portafolio de inversiones fue 0,6 años, similar a la registrada al cierre del año 2003.

**CUADRO 56**  
**RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS**  
(Millones de US\$)

Rubro	31.12.2003		31.12.2004	
	Monto	%	Monto	%
Depósitos en el exterior	3 503	34,3	4 305	34,0
Valores	5 884	57,7	7 488	59,2
Oro	463	4,5	489	3,9
Otros 1/	356	3,5	368	2,9
<b>TOTAL</b>	<b>10 206</b>	<b>100,0</b>	<b>12 649</b>	<b>100,0</b>

1/ Incluye aporte al FLAR y saldos activos por Convenios Internacionales.  
Fuente: BCRP.

**CUADRO 57**  
**COMPOSICIÓN DE ACTIVOS LÍQUIDOS INTERNACIONALES**  
(Estructura porcentual)

	31.12.2003	31.12.2004
<b>1. Por monedas y oro</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
US\$	94,7	88,4
Otras monedas	2,9	9,6
Oro	2,4	2,0
<b>2. Por plazo al vencimiento</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
0-3 meses	54,1	46,4
3-12 meses	18,1	26,3
1-5 años	27,8	27,3
<b>3. Por calificativo de largo plazo</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
AAA	55,3	59,9
AA+/AA/AA-	44,6	40,1
A+/A	0,1	0,0

Fuente: BCRP.

1/ RIB menos suscripción de capital en el FLAR, saldo de convenios internacionales (ALADI) y tenencias de oro en bóveda, principalmente.

2/ Comprende intereses devengados, ganancias contables por venta de valores y amortización de prima o descuento por la tenencia de valores.



### 3.5. Crédito del sistema financiero

Durante el año 2004, el crédito del sistema financiero al sector privado, que comprende el financiamiento otorgado a empresas privadas y hogares bajo la modalidad de préstamos y adquisiciones de valores de renta fija, registró una expansión de 1,9 por ciento en términos nominales. El crédito en soles mantuvo la evolución positiva iniciada en el año 2000, incrementándose en 11 por ciento, mientras que el crédito en moneda extranjera revirtió la tendencia negativa de los últimos 5 años para expandirse 3,9 por ciento en 2004. Con ello, el coeficiente de dolarización del crédito del sistema financiero al sector privado observó una nueva reducción, pasando de 73 por ciento en 2003 a 71 por ciento en 2004.

El **crédito en soles** se expandió en S/. 1 633 millones (11,0 por ciento), liderado por el crecimiento del crédito en el segmento de microfinanzas (S/. 663 millones ó 18,1 por ciento), así como por el otorgado por el Banco de la Nación (S/. 540 millones ó 106

por ciento) y, en menor medida, por el crédito de las empresas bancarias (S/. 243 millones ó 3,0 por ciento).

El **crédito en dólares**, que venía registrando tasas de expansión negativas desde 1999, creció US\$ 454 millones en 2004. Se continuó con la tendencia en el crecimiento del crédito en el segmento de microfinanzas (30,2 por ciento este año versus 24,5 por ciento en 2003), y hubo una recuperación del crédito de las empresas bancarias (0,6 por ciento este año frente a -5,6 por ciento en 2003), básicamente por mayores préstamos asociados a créditos hipotecarios (financiados en su mayor parte con recursos del Fondo Mivivienda) y operaciones de comercio exterior. También destacó el incremento en el crédito de los inversionistas institucionales, aunque el mismo se explica por una sola emisión: la de la Transportadora de Gas del Perú (TGP) que en agosto colocó bonos por US\$ 200 millones, que fueron adquiridos por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) y fondos mutuos.

CUADRO 58

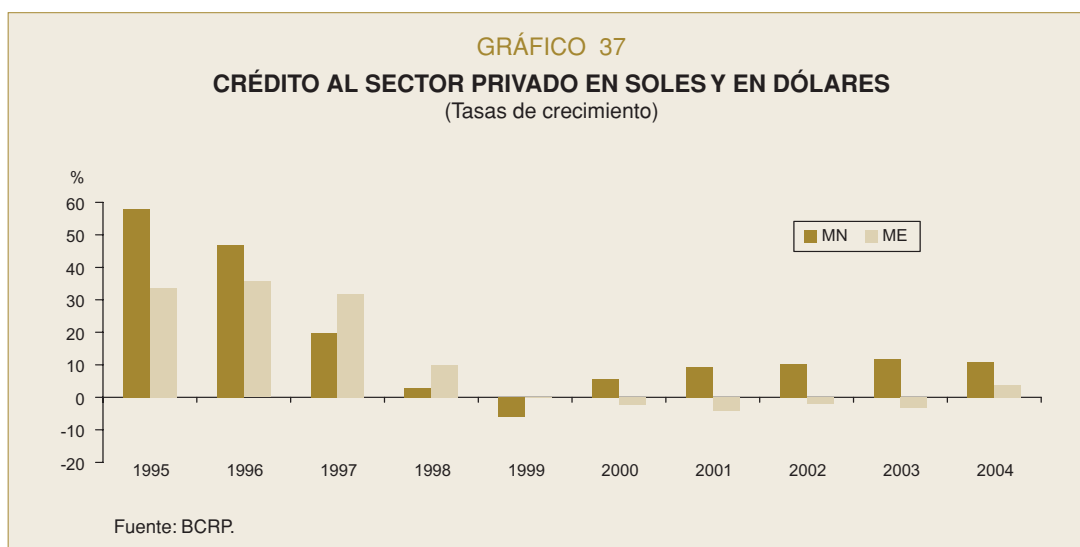
#### EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA NACIONAL

	Saldos en millones de nuevos soles			Variaciones porcentuales	
	Dic.02	Dic.03	Dic. 04	Dic.03/ Dic. 02	Dic. 04/ Dic. 03
1. Empresas bancarias 1/	7 841	8 221	8 464	4,9	3,0
2. Banco de la Nación	434	511	1 051	17,6	105,9
<b>3. Instituciones de microfinanzas</b>	<b>2 926</b>	<b>3 666</b>	<b>4 329</b>	<b>25,3</b>	<b>18,1</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	593	730	1,120	23,0	53,4
Cajas municipales	848	1,083	1,376	27,7	27,1
Cajas rurales	135	181	253	33,9	40,0
Cooperativas	381	459	511	20,7	11,2
Edpymes	130	172	229	31,8	33,6
Empresas financieras	840	1 042	840	24,1	-19,4
<b>4. Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>1 653</b>	<b>2 180</b>	<b>2 307</b>	<b>31,9</b>	<b>5,8</b>
AFP	1 102	1 449	1 337	31,5	-7,7
Empresas de seguros	493	568	812	15,1	42,9
Fondos mutuos	58	163	158	182,5	-2,9
<b>5. Empresas de leasing y otros</b>	<b>393</b>	<b>247</b>	<b>306</b>	<b>-37,2</b>	<b>23,9</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>13 248</b>	<b>14 824</b>	<b>16 457</b>	<b>11,9</b>	<b>11,0</b>

1/ Excluye los créditos de microfinanzas.

2/ Corresponde principalmente a títulos valores emitidos por el sector privado.

Fuente: SBS y BCRP.



**CUADRO 59**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO**  
**AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA EXTRANJERA**

	Saldos en millones de US\$			Variaciones porcentuales	
	Dic.02	Dic.03	Dic. 04	Dic.03/ Dic. 02	Dic. 04/ Dic. 03
1. Empresas bancarias 1/	9 971	9 409	9 465	-5,6	0,6
2. Banco de la Nación	36	22	22	-38,1	-1,2
<b>3. Instituciones de microfinanzas</b>	<b>410</b>	<b>511</b>	<b>665</b>	<b>24,5</b>	<b>30,2</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	78	87	126	11,4	45,8
Cajas municipales	111	186	250	66,9	34,6
Cajas rurales	44	48	55	8,8	16,1
Cooperativas	101	116	154	15,4	31,9
Edpymes	31	40	49	28,0	20,6
Empresas financieras	45	34	32	-24,2	-7,7
<b>4. Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>800</b>	<b>1 091</b>	<b>1 333</b>	<b>36,2</b>	<b>22,2</b>
AFP	445	517	729	16,2	41,1
Empresas de seguros	37	60	89	59,7	49,8
Fondos mutuos	318	514	515	61,4	0,1
<b>5. Empresas de leasing y otros</b>	<b>858</b>	<b>637</b>	<b>639</b>	<b>-25,8</b>	<b>0,2</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>12 077</b>	<b>11 670</b>	<b>12 124</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,9</b>

1/ Excluye los créditos de microfinanzas.  
2/ Corresponde principalmente a títulos valores emitidos por el sector privado.  
Fuente: SBS y BCRP.

#### 4. Empresas bancarias

En 2004 las empresas bancarias vieron fortalecida su posición financiera gracias a que continuó la mejora de sus indicadores de solvencia y rentabilidad. En este periodo se registró también un mayor ritmo de desdolarización, principalmente de sus depósitos.

El significativo incremento de los depósitos en soles, correspondiendo al sector privado S/. 1 689 millones, tuvo su contrapartida por el lado de los activos en una mayor tenencia de CDBCPR (S/. 2 235 millones) y, en menor medida, en el aumento del crédito directo en la misma moneda (S/. 918 millones). El crecimiento fue menor en moneda extranjera, elevándose el crédito



directo (incluyendo el otorgado a entidades financieras no bancarias) en US\$ 322 millones, en tanto que los depósitos del sector privado crecieron en US\$ 120 millones y del sector público no financiero en US\$ 123 millones, los cuales incluyen los recursos del Fondo Mivivienda.

En un contexto de mayor demanda interna en 2004 las empresas bancarias continuaron mejorando la calidad de sus créditos, lo que se vio reflejado en sus principales indicadores financieros. Así, la morosidad del sistema (medida por el ratio de

cartera atrasada sobre colocaciones brutas) se redujo de 5,8 por ciento en 2003 a 3,7 por ciento en 2004, alcanzando su valor más bajo en los últimos 20 años.

Las utilidades de la banca alcanzaron los S/. 744 millones en 2004, nivel superior al registrado en 2003 (S/. 671 millones), lo que se refleja en un incremento del indicador de rentabilidad. Dicho resultado no sólo se explica por la mejor calidad de los activos, sino también porque ha continuado el cambio en la estructura de sus colocaciones a favor de los créditos hipotecarios, de consumo y a la

CUADRO 60

## INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS 1/

(En porcentajes)

	2002	2003	2004
Cartera atrasada / Colocaciones brutas	7,6	5,8	3,7
Provisión para colocaciones / Cartera atrasada	133,2	141,0	176,5
Rentabilidad sobre patrimonio	8,4	10,9	11,3

1/ La cartera atrasada incluye créditos vencidos y en cobranza judicial.

Fuente: SBS.

CUADRO 61

## CRÉDITOS DIRECTOS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS

## MONEDA NACIONAL

(Millones de nuevos soles)

	Saldos			Flujos		Variaciones porcentuales	
	2002	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Comercial	4 936	4 353	4 229	-584	-124	-11,8	-2,9
Microempresas	593	730	1 120	137	390	23,0	53,4
Consumo	1 975	2 575	3 217	600	642	30,4	24,9
Hipotecario	201	201	211	0	10	0,1	5,0
<b>Total</b>	<b>7 706</b>	<b>7 859</b>	<b>8 777</b>	<b>154</b>	<b>918</b>	<b>2,0</b>	<b>11,7</b>

## MONEDA EXTRANJERA

(Millones de US\$)

	Saldos			Flujos		Variaciones porcentuales	
	2002	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Comercial	6 967	6 214	6 214	-754	0	-10,8	0,0
Microempresas	78	87	128	9	41	11,9	46,9
Consumo	453	453	499	0	46	0,0	10,2
Hipotecario	1 093	1 264	1 498	171	235	15,6	18,6
<b>Total</b>	<b>8 591</b>	<b>8 017</b>	<b>8 339</b>	<b>-574</b>	<b>322</b>	<b>-6,7</b>	<b>4,0</b>

Fuente: SBS.



microempresa. En ese contexto de mayor penetración de la banca en el crédito de consumo y a la microempresa, el Banco de Crédito asumió las operaciones, derechos y obligaciones de Solución Financiera de Crédito S.A. a fines de febrero. Así, el Banco de Crédito vio incrementadas sus colocaciones brutas en moneda nacional en S/. 303 millones, principalmente en el rubro de crédito a la microempresa.

## 5. Ahorro financiero y mercado de capitales

Durante el año 2004, el ahorro financiero que incluye el total de obligaciones del sistema financiero con el sector privado, a excepción del dinero, representó 28,5 por ciento del PBI, porcentaje ligeramente inferior al del año 2003 en el que alcanzó 28,6 por ciento.

El crecimiento del ahorro fue liderado por la expansión del componente en moneda nacional (16 por ciento), compensando de esa manera la caída del componente en dólares (-3,7 por ciento). Como porcentaje del PBI, el ahorro en soles pasó de 12,2 por ciento en 2003 a 13,6 por ciento en 2004, registrándose fuertes incrementos en las captaciones de las cajas municipales (53,2 por ciento), empresas bancarias (23,3 por ciento) y fondos de pensiones (13,5 por ciento). Estas últimas representan 20,3 y 72,3 por ciento del ahorro financiero en moneda nacional,

respectivamente. Cabe resaltar también la recuperación del ahorro financiero en soles captado por las empresas bancarias, tras haber registrado una contracción de 4,4 por ciento en 2003.

Por su parte, el ahorro financiero en dólares en términos reales se redujo en 3,7 por ciento, principalmente por la caída de las obligaciones del sistema bancario (3,4 por ciento en términos reales) y de los fondos mutuos (22,2 por ciento en términos reales). Sin embargo, cabe mencionar que en el caso de las empresas bancarias, el ahorro financiero en dólares aumentó US\$ 428 millones y su reducción en términos reales fue por el efecto de la apreciación del nuevo sol sobre los saldos. En el caso de los fondos mutuos, el ahorro financiero experimentó una reducción de US\$ 42 millones luego de haber aumentado de manera significativa durante los últimos 3 años.

## 6. Mercado primario

En 2004, el saldo promedio de los bonos colocados mediante oferta pública representó el 6,8 por ciento del PBI, tras registrar un incremento de 16 por ciento en términos reales. La expansión se dio tanto en los bonos del Tesoro Público (28,3 por ciento) como en los bonos corporativos (20 por ciento), así como en los de titulación e hipotecarios.

Las emisiones a largo plazo (5 años ó más) continuaron siendo las más dinámicas (44,7 por ciento de crecimiento real). En marzo, el gobierno colocó por primera vez un bono a 6 años, y luego de la cancelación de dos subastas en mayo tras el alza abrupta de tasas de interés internacionales, reanudó sus emisiones colocando por primera vez un bono en soles nominales a 7 años, a una tasa de interés efectiva inicialmente de 12,63 por ciento, la cual se fue reduciendo paulatinamente hasta llegar a 9,60 por ciento en diciembre. Hubo asimismo una mayor preferencia por los bonos en soles, que elevaron su participación de 46,6 a 50,0 por ciento del total.

CUADRO 62  
AHORRO FINANCIERO  
(Porcentajes del PBI)

	Moneda nacional	TOTAL
1995	3,3	13,9
1996	4,4	17,5
1997	5,2	19,8
1998	6,3	22,2
1999	7,1	24,9
2000	8,0	25,6
2001	9,1	26,7
2002	10,6	27,5
2003	12,2	28,6
2004	13,6	28,5

Fuente: BCRP.



Por el volumen, la mayor colocación individual del año fue la de Transportadora de Gas del Perú (TGP), cuyo monto fue US\$ 270 millones y sirvió para financiar parte del proyecto Camisea. Esta emisión consistió en dos instrumentos distintos: un bono en dólares por US\$ 200 millones y otro indexado a la inflación (Valor Adquisitivo Constante, VAC) por S/. 236 millones, siendo esta última la emisión de mayor plazo efectuada hasta entonces (25 años). Los principales demandantes de estos bonos fueron las AFP, para el caso de los bonos en dólares, y las compañías de seguros para el caso de los bonos VAC.

El gobierno continuó con el esquema de creadores de mercado, con el cual se busca desarrollar un mercado secundario que permita incrementar la liquidez de los bonos soberanos. En ese sentido, realizó un total de 32 subastas de bonos soberanos en soles (S/. 1 906 millones), operaciones de canje de bonos soberanos (S/. 642 millones) y amortizó S/. 1 604 millones.

También fueron significativas las emisiones de bonos VAC por parte del gobierno, las que se efectuaron con mayor frecuencia y a plazos cada vez mayores. Así, en abril se introdujo el bono soberano VAC a 12 años, en julio uno a 15 años y en octubre a 20 años. Con ello se amplió el horizonte promedio de

vencimiento del saldo de bonos soberanos. Así, a diciembre de 2004, los bonos a 6 años o más alcanzaron a representar el 40 por ciento del saldo de bonos, frente a un 6 por ciento en 2003.

## 7. Mercado bursátil

En 2004, la Bolsa de Valores de Lima (BVL) se constituyó como la segunda más rentable de América Latina (después de la de Bogotá). El Índice General Bursátil registró un incremento de 52 por ciento y el Selectivo uno de 54 por ciento. Esta importante alza se asocia al dinamismo registrado en las empresas del sector exportador -principalmente minero- por el incremento de los precios de los minerales.

Los volúmenes transados registraron una reducción de 4,7 por ciento, básicamente por la caída de las operaciones en renta fija en 27,3 por ciento en términos reales (debido al efecto del alza de la tasa de interés). No obstante, las correspondientes a renta variable se incrementaron 17,3 por ciento, por la mayor participación de personas naturales y pequeños inversionistas en este mercado ante las mayores expectativas de rentabilidad.

Por su parte, el valor de la capitalización bursátil aumentó en 14,7 por ciento en términos reales,

CUADRO 63  
BOLSA DE VALORES

	2002	2003	2004	Variaciones porcentuales	
				2003	2004
<b>ÍNDICES (fin de periodo)</b> (Diciembre 1991 = 100)					
Índice General Bursátil	1 392,0	2 435,0	3 710,4	74,9	52,4
Índice Selectivo Bursátil	2 202,3	3 993,9	6 159,6	81,4	54,2
<b>MONTOS NEGOCIADOS</b> (Millones de nuevos soles de diciembre de 2004)	<b>10 557</b>	<b>8 109</b>	<b>7 725</b>	<b>-23,2</b>	<b>-4,7</b>
Renta Variable	5 212	4 101	4 811	-21,3	17,3
Renta Fija	5 345	4 008	2 914	-25,0	-27,3
<b>CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL</b> (Millones de nuevos soles de diciembre de 2004)	46 776	57 828	66 327	23,6	14,7
(Millones de dólares)	12 593	16 084	20 108	27,7	25,0
(Porcentaje del PBI)	20,7	23,6	26,9		

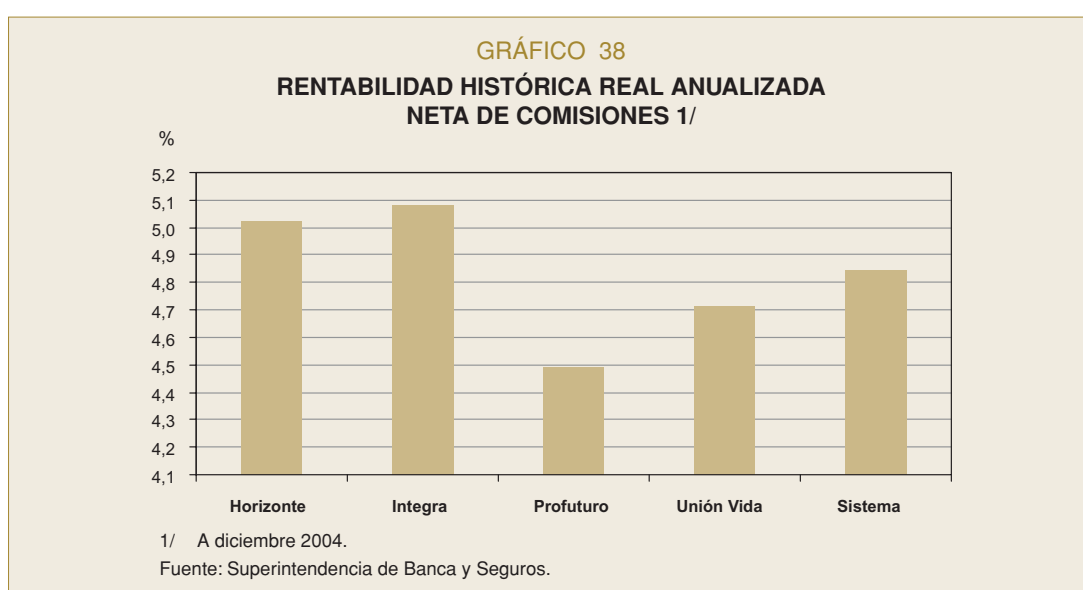
Fuente : Bolsa de Valores de Lima.

alcanzando un equivalente a 26,9 por ciento del PBI.

## 8. Sistema privado de pensiones

Al cierre del año 2004, el valor del fondo privado de pensiones creció 17,4 por ciento, con lo cual alcanzó un saldo de S/. 25,7 mil millones, equivalente a US\$ 7,8 mil millones ó 10,9 por ciento del PBI.

El número de afiliados al Sistema Privado de Pensiones ascendió a 3,4 millones de trabajadores (29,1 por ciento de la PEA), nivel que significó un incremento de 6,4 por ciento respecto al año anterior. No obstante, el porcentaje de afiliados cotizantes (aquellos cuyos empleadores realizan efectivamente el aporte) se redujo de 41,8 por ciento en 2003 a 38,7 por ciento en 2004.



**CUADRO 64**  
**SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES**

	2002	2003	2004
<b>Número de afiliados</b>			
En miles	2 994	3 193	3 397
Variación porcentual	9,6	6,7	6,4
<b>Valor del Fondo</b>			
En millones de nuevos soles	15 754	21 844	25 651
Variación porcentual	27,6	38,7	17,4
En porcentaje del PBI	7,9	10,3	10,9
<b>Rentabilidad</b>			
Nominal	12,9	24,2	9,3
Real	11,3	21,2	5,6
Real neta de comisiones 1/	2,6	4,4	4,8

1/ Rentabilidad histórica anualizada. A partir del año 2004 corresponde a la publicada por la SBS.  
Fuente: SBS.

**CUADRO 65**  
**COMISIONES DE SISTEMAS PRIVADOS DE PENSIONES EN LATINOAMÉRICA**  
(En porcentaje del salario)

	Comisión Variable	Prima de Seguro 1/	Comisión Total
México	1,46	2,50	3,96
<b>Perú</b>	<b>2,27</b>	<b>0,92</b>	<b>3,19</b>
Colombia	1,55	1,45	3,00
El Salvador	1,70	1,28	2,98
Uruguay	1,96	0,87	2,83
Argentina	1,12	1,40	2,52
Chile	1,51	0,75	2,26
Bolivia	0,50	1,71	2,21
R.Dominicana	1,00	1,00	2,00

1/ Seguro de invalidez y fallecimiento.  
Fuente: Boletín Número 12, diciembre 2004. Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS).



La rentabilidad real de la cartera de las AFP fue de 5,6 por ciento en 2004 (versus 21 por ciento en 2003). Este desempeño se asocia a la menor rentabilidad del portafolio de acciones que se negocia en la BVL y que administran las AFP, conocido como Índice de Derivados. Este índice registró un aumento de 12 por ciento en 2004 versus 66 por ciento en 2003. La rentabilidad histórica real anualizada neta de los aportantes (descontando las comisiones que cobran las administradoras, unas de las más altas de la región) fue de 4,8 por ciento.

En lo referente a la composición del portafolio, la participación de los Certificados de Depósito

BCRP pasó de 4,2 por ciento en 2003 a 10,4 por ciento en 2004, en tanto que se redujo la de los depósitos en el sistema financiero, tanto en soles como en dólares. También aumentó la participación de los títulos extranjeros en 1,5 puntos porcentuales (a 10,2 por ciento del valor del fondo). Cabe mencionar que en abril de 2004, mediante Circular 016-03-EF/90 se amplió el límite individual de inversiones en el exterior de 9,0 a 10,5 por ciento del valor del fondo.

Por otro lado, el ratio de dolarización del sistema privado de pensiones se redujo de 49 por ciento el 2003 a 44 por ciento este año, en línea con el comportamiento general registrado por el sistema financiero.

**CUADRO 66**  
**ESTRUCTURA DE PORTAFOLIO**  
**DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES**

	2002	2003	2004
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>a. Valores gubernamentales</b>	<b>12,9</b>	<b>19,5</b>	<b>24,2</b>
Valores del gobierno central	8,6	12,9	11,9
Valores del Banco Central	2,7	4,2	10,4
Bonos Brady	1,6	2,4	1,9
<b>b. Empresas del sistema financiero</b>	<b>34,7</b>	<b>23,0</b>	<b>13,4</b>
Depósitos en moneda nacional	14,7	11,5	5,9
Depósitos en moneda extranjera 1/	10,8	5,2	1,9
Acciones	0,6	0,4	0,6
Bonos	7,7	4,8	3,6
Otros 2/	0,9	1,1	1,4
<b>c. Empresas no financieras</b>	<b>45,3</b>	<b>48,8</b>	<b>52,2</b>
Acciones comunes y de inversión	30,7	35,2	37,0
Bonos corporativos	11,4	11,5	11,3
Otros 3/	3,2	2,1	3,9
<b>d. Inversiones en el exterior</b>	<b>7,1</b>	<b>8,7</b>	<b>10,2</b>
Títulos de deuda estados extranjeros	2,9	1,3	1,2
Fondos Mutuos extranjeros	4,2	7,4	8,9
Acciones de empresas extranjeras	--	--	0,1
American Depositary Shares (ADS)	--	--	--

1/ Incluye certificados en moneda extranjera.

2/ Incluye letras hipotecarias y cuotas de fondos de inversión.

3/ Incluye papeles comerciales y activos titulizados.

Fuente: SBS.

## 9. Fondos mutuos de inversión

Al cierre de 2004, el patrimonio de los fondos mutuos de inversión en poder del sector privado ascendió a S/. 5 347 millones (US\$ 1 630 millones), 7 por ciento menor al de fines de 2003, por el retiro de importantes inversionistas. No obstante, el número de participantes se incrementó de manera importante (24 por ciento) debido al mayor interés de personas naturales por participar en este mercado.

La rentabilidad de los fondos mutuos en moneda nacional fue 2,1 por ciento, en tanto que la correspondiente a moneda extranjera fue negativa en 3 por ciento, debido a la apreciación de la moneda nacional.

Por tipo de fondo, los de renta fija disminuyeron su participación de 99,6 por ciento en 2003 a 97,8 por ciento en 2004. El número de fondos se mantuvo en 23, los que son administrados por 6 Sociedades Administradoras: Crédito (5 fondos, equivalentes al 51,6 por ciento del patrimonio total), Continental (5 fondos, equivalentes al 23,4 por ciento del total), Wiese (4 fondos, equivalentes al 9,8 por ciento del total),

Interfondo (6 fondos, equivalentes al 15,1 por ciento del total), Promoinvest (2 fondos) y Coril (1 fondo).

En lo referente a la estructura de portafolio de los fondos mutuos, hubo un aumento en la

participación de los valores del gobierno central (de 14,7 por ciento en 2003 a 17,8 por ciento en 2004) y de los bonos corporativos (de 24 a 30,1 por ciento), en desmedro de la participación de los depósitos en el sistema financiero (de 34,7 a 30,7 por ciento).

**CUADRO 67**  
**FONDOS MUTUOS**

	2002	2003	2004
<b>Número de partícipes</b>	<b>55 178</b>	<b>66 655</b>	<b>82 568</b>
Variación porcentual	34,6	20,8	23,9
<b>Valor del Fondo 1/</b>			
En millones de nuevos soles	4 613	5 752	5 347
Variación porcentual	25,3	24,7	-7,0
En porcentaje de PBI	2,3	2,7	2,3
<b>Participación</b>			
Fondos mixtos	0,2	0,4	2,2
Fondos de renta fija	99,8	99,6	97,8
En nuevos soles	8,0	12,0	10,7
En dólares	91,8	87,6	87,1
<b>Rentabilidad</b>			
Fondos mixtos (nominal)	0,7	33,8	6,5
Fondos mixtos (real)	- 0,8	30,1	2,9
Fondos de renta fija (nominal)	5,6	1,3	- 2,4
En nuevos soles	4,8	3,9	2,1
En dólares 2/	5,6	0,9	- 3,0
Fondos de renta fija (real)	4,0	- 1,5	- 5,7
En nuevos soles	3,3	1,1	- 1,3
En dólares	4,0	- 1,9	- 6,3

1/ Las cifras representan el valor de las cuotas en poder de personas naturales y empresas privadas no financieras.

2/ Tasa de interés en dólares más revaluación del periodo.

Fuente: Conasev y BCRP.

**CUADRO 68**  
**ESTRUCTURA DEL PORTAFOLIO**  
**DE LOS FONDOS MUTUOS DE INVERSIÓN**

	2002	2003	2004
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>a. Valores gubernamentales</b>	10,6	17,5	20,4
Valores del gobierno central	10,5	14,7	17,8
Valores del Banco Central	0,1	2,4	2,6
Bonos globales	-,-	0,4	-,-
<b>b. Empresas del sistema financiero</b>	56,1	48,1	45,2
Depósitos en moneda nacional	6,4	5,7	4,1
Depósitos en moneda extranjera 1/	31,5	29,0	26,6
Bonos	18,2	13,4	14,5
<b>c. Empresas no financieras</b>	22,5	28,3	32,1
Acciones comunes y de inversión	0,1	0,2	0,3
Bonos corporativos y titulizados	18,6	24,0	30,1
Otros 2/	3,8	4,1	1,7
<b>d. Inversiones en el exterior</b>	0,1	1,1	1,1
Títulos de Deuda del Exterior	-,-	1,1	0,6
Acciones	0,1	-,-	0,5
<b>e. Operaciones de Pacto</b>	10,6	4,9	1,2

1/ Incluye certificados en moneda extranjera.

2/ Incluye papeles comerciales, letras, pagarés, cuotas de fondos de inversión.

Fuente: Conasev.