

## VI. Moneda y Crédito

*Durante 2007 la política monetaria del Banco Central se orientó a actuar preventivamente incrementando la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancario en dos oportunidades en un contexto caracterizado por un fuerte crecimiento de la demanda interna, alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales y mayores alzas que las esperadas en las cotizaciones de combustibles y alimentos. Asimismo, el Banco Central buscó reforzar su compromiso de preservar la estabilidad monetaria y promover un mayor proceso de desdolarización de la economía al adoptar una meta de inflación más estricta. Así, el Directorio del BCRP aprobó que, desde el Reporte de Inflación de enero, se baje de 2,5 a 2,0 por ciento la meta de inflación, medida como el incremento a 12 meses del Índice de Precios al Consumidor de Lima metropolitana (IPC), manteniendo la tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.*

Con el objetivo de reforzar el compromiso de preservar la estabilidad monetaria, el Directorio del BCRP aprobó que, desde el mes de enero, la meta de inflación se reduzca de 2,5 a 2,0 por ciento, medida como el incremento a 12 meses del IPC, manteniendo la tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. De esta forma, las acciones de la política monetaria buscan que la tasa de inflación a 12 meses tienda a 2 por ciento, reconociéndose, sin embargo, que en el corto plazo se pueden presentar eventos que transitoriamente desvíen la inflación de la meta señalar, como puede ser el caso de alteraciones de precios de productos importados o de productos sujetos a cambios bruscos en su oferta local.

Se espera que una meta de inflación menor contribuya al proceso de desdolarización de la economía y a un mayor desarrollo del mercado de capitales al fortalecer el valor de la moneda doméstica en el largo plazo.

### 1. Acciones de política monetaria

Durante este año, las decisiones de política monetaria estuvieron orientadas a actuar preventivamente en un contexto caracterizado por un fuerte crecimiento de la demanda interna, alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales y mayores alzas que las esperadas de los precios de alimentos y combustibles.

En los primeros meses del año, el Banco Central se mantuvo atento a la evolución del balance entre el mayor gasto interno y el crecimiento de la productividad, en un contexto en el cual no se percibían presiones inflacionarias y la reversión de las alzas de precios de alimentos que se registraron en los cuatro primeros meses de 2006 contribuyó a que la tasa de inflación anual se encontrara por debajo del límite inferior de la meta de inflación. Así, el BCRP decidió mantener la tasa de referencia en 4,5 por ciento hasta el mes de julio.

Sin embargo, este escenario macroeconómico comenzó a cambiar a partir de mayo en la medida que algunos de los riesgos de inflación considerados en el Reporte de Inflación de enero se materializaron, principalmente mayores alzas en las cotizaciones internacionales de combustibles y alimentos que las esperadas. En ese nuevo contexto, la tasa de inflación últimos 12 meses tomó una senda creciente, principalmente debido a una mayor inflación importada. Asimismo, en un contexto de elevado dinamismo de la actividad económica y un robusto crecimiento de la demanda interna, la tasa de inflación subyacente –indicador de tendencia de crecimiento de los precios– comenzó también a acelerarse, pasando

de 1,5 a 1,7 por ciento entre mayo y junio, luego de mantenerse estable en un nivel promedio de 1,4 por ciento durante los doce meses previos.

Ante este escenario macroeconómico de mayor riesgo de inflación y considerando que la política monetaria opera con rezagos, en julio, el Directorio decidió subir la tasa de interés de referencia de 4,5 a 4,75 por ciento como medida preventiva buscando que las expectativas de inflación se mantengan ancladas dentro del rango meta. El retiro del estímulo monetario continuó en setiembre, ante la preocupación del Directorio por el posible traslado a las expectativas inflacionarias de los aumentos de los precios internacionales de los combustibles y algunos insumos utilizados en la producción de alimentos. Así, el Directorio incrementó la tasa de interés de política a 5,0 por ciento en un contexto en el que las expectativas de inflación para 2007 y 2008 de las empresas del sistema financiero y de las empresas no financieras se habían corregido ligeramente al alza.

Durante el último trimestre de 2007, el Directorio del Banco Central hizo una pausa en la modificación del estímulo monetario con el fin de evaluar el impacto de la turbulencia en los mercados internacionales originada en la crisis del mercado hipotecario *subprime* de Estados Unidos y observar la reacción de la economía a las acciones de política monetaria de julio y setiembre.

No obstante, los desarrollos económicos de los últimos meses de 2007 dieron cuenta de la materialización del escenario de mayor crecimiento de la demanda interna y mayores precios de alimentos y combustibles previsto en el balance de riesgos del Reporte de Inflación de setiembre 2007. Así al cierre de 2007 la inflación fue de 3,9 por ciento y la inflación subyacente 3,1 por ciento, ligeramente por encima del límite superior del rango meta, aunque la tasa de inflación subyacente sin alimentos fue 2,4 por ciento en el mismo periodo. La desviación de la inflación por encima del rango de la meta se debió fundamentalmente a la inflación importada, que se habría trasladado parcialmente a expectativas y a algunos componentes de la inflación subyacente.

## 2. Tasas de interés

En general las tasas de interés en nuevos soles del sistema bancario se mantuvieron estables durante la primera mitad de 2007, para luego aumentar durante el segundo semestre influidos por los ajustes preventivos efectuados por el Banco Central en su tasa de referencia en julio y setiembre (aumentos de 25 puntos básicos en cada oportunidad). Este comportamiento fue más evidente para las tasas activas y pasivas de corto plazo y con menor grado de riesgo, que dependen más estrechamente de la política monetaria. Por el contrario, las tasas de interés activas de largo plazo mostraron una tendencia decreciente debido al buen desempeño económico y a la mejor situación financiera de las empresas así como a la mayor competencia entre las instituciones del sistema financiero.

En este sentido, la tasa de interés promedio de los depósitos a plazo de 31 a 180 días aumentó 51 puntos básicos durante los primeros diez meses del año, pasando de 4,8 por ciento en diciembre de 2006 a 5,3 por ciento en octubre de 2007, de manera similar a la tasa de interés de referencia, estabilizándose en torno a este nivel al cierre del año. En cambio, la tasa promedio de los depósitos de 181 a 360 días se mantuvo constante en

## RECUADRO 5

**NUEVA META DE INFLACIÓN DE 2,0 POR CIENTO**

La Constitución Política de 1993 señala que la finalidad del Banco Central de Reserva es preservar la estabilidad monetaria, para lo cual cuenta con autonomía dentro de su Ley Orgánica. Como contrapartida, el BCRP está obligado a rendir cuenta de las acciones y procedimientos que lleva a cabo para cumplir con su encargo constitucional.

Entre 1990 y 2001, la política monetaria se condujo empleando metas de expansión de la emisión primaria. No obstante, la reducción de la inflación coincidió con la pérdida de asociación entre la inflación y el crecimiento de la emisión primaria, que se tradujo en mayores dificultades para comunicar las decisiones de política monetaria. Por esta razón, la política monetaria del Banco Central de Reserva se conduce bajo un esquema de Metas Explícitas de Inflación desde el año 2002. Bajo este esquema, las acciones del Banco Central están orientadas a alcanzar una meta de inflación anual, la cual fue de 2,5 por ciento hasta 2006, con una tolerancia de desvío de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.

A partir de 2007, el Directorio decidió reforzar su compromiso de preservar la estabilidad monetaria, para lo cual disminuyó la meta de inflación de 2,5 a 2,0 por ciento, manteniendo la tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.

Las razones consideradas para la adopción de esta nueva meta son las siguientes:

1. Una tasa de inflación más baja contribuye a la desdolarización de las transacciones y el ahorro, así como al desarrollo del mercado de capitales, al contarse con una moneda más sólida.
2. Las tasas de inflación que guían las acciones de política monetaria de nuestros principales socios comerciales son menores o iguales a 2,0 por ciento, con lo cual el valor del Nuevo Sol con respecto a otras monedas no se depreciará en el largo plazo para compensar la mayor inflación en el país.
3. La fortaleza institucional del BCRP es actualmente comparable a la de los países industrializados que tienen, en su mayoría, metas de inflación alrededor del 2 por ciento. En tal sentido, Arnone et. al. (2006) identifican que el BCRP muestra un grado de independencia económica superior al de las economías emergentes y en desarrollo, y similar al de los países industrializados.

Cabe añadir que bajo el esquema vigente, el BCRP anuncia la meta con el objetivo de anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos en torno a ella. Asimismo, el BCRP busca tomar acciones de manera anticipada para contrarrestar presiones inflacionarias o deflacionarias que puedan desviar la tasa de inflación de la meta, dado que los efectos de la política monetaria se dan con rezagos. Así, el rango de tolerancia de un punto porcentual alrededor de la meta de inflación procura la flexibilidad de la política monetaria y evita las reacciones ante fluctuaciones temporales de precios.

torno al 5,7 por ciento, con excepción de una disminución en 28 puntos básicos registrada entre los meses de mayo a setiembre, período en que se ubicó en 5,5 por ciento. Entre las tasas activas en nuevos soles, la tasa preferencial corporativa a tres meses, que se otorga a los clientes con menor grado de riesgo, aumentó desde 5,2 a 5,6 por ciento entre diciembre de 2006 y de 2007, mientras que la tasa activa de estructura constante, que incorpora créditos de distintos grados de riesgo, se redujo desde 17,1 a 16,3 por ciento en similar período.



**CUADRO 44**  
**TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN NUEVOS SOLES**  
(En porcentajes)

	2005	2006	2007
1. Interbancaria	3,3	4,5	5,0
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,6	4,8	5,3
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,6	5,7	5,6
4. Activa preferencial	4,4	5,2	5,6
5. Activa promedio hasta 360 días	13,9	13,8	13,2
6. Activa promedio estructura constante	17,0	17,1	16,3
7. Del saldo de CDBCRP	4,7	5,1	5,5

Fuente: SBS y BCRP.

En el caso de las tasas de interés en dólares, su evolución reflejó principalmente el aumento de la percepción de riesgo país por parte de los inversionistas producto de la incertidumbre desatada por la crisis del mercado hipotecario de los Estados Unidos. En consecuencia, las tasas de interés de corto plazo en dólares aumentaron hasta 40 puntos básicos entre diciembre de 2006 y de 2007. Sin embargo, las tasas de largo plazo en dólares, al igual que las tasas en nuevos soles, continuaron disminuyendo debido a la menor percepción del riesgo crediticio de los clientes.

**CUADRO 45**  
**TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN DÓLARES**  
(En porcentajes)

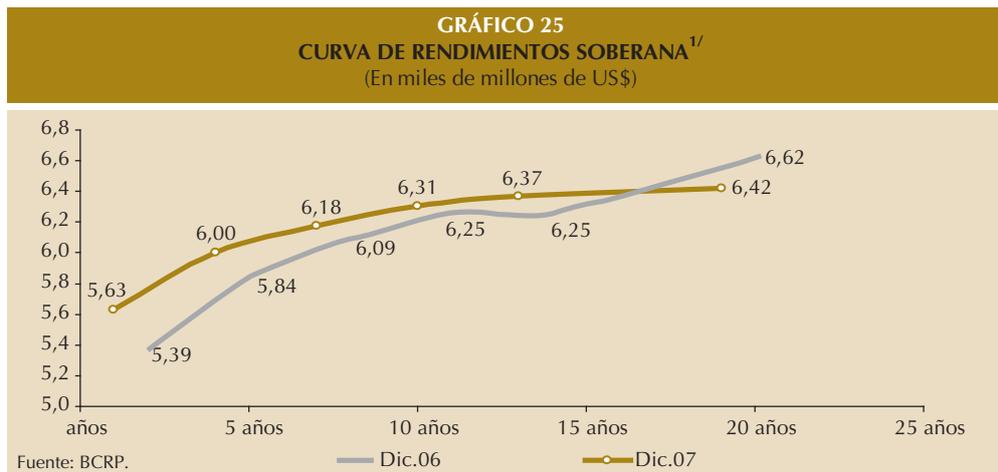
	2005	2006	2007
1. Interbancaria	4,2	5,4	5,9
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	2,9	3,4	3,8
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	2,9	3,6	3,9
4. Activa preferencial	5,5	6,1	6,4
5. Activa promedio hasta 360 días	9,4	10,1	9,7
6. Activa promedio estructura constante	10,3	10,6	10,0
7. Libor a 3 meses	4,5	5,4	5,0

Fuente: SBS y BCRP.

En lo que respecta a las tasas de interés por modalidad, la tendencia fue hacia un descenso en el costo del crédito para los sectores corporativo y de microempresas, debido a la mejora en la capacidad de pago de los prestatarios. Así la tasa promedio de los créditos comerciales en nuevos soles se redujo desde 9,5 por ciento en diciembre de 2006 hasta 9,0 por ciento al cierre de 2007, mientras que la tasa de los créditos a la microempresa disminuyó desde 39,1 hasta 35,6 por ciento en el mismo período. De manera similar,

las tasas de interés promedio en moneda extranjera destinadas a la actividad productiva mostraron una tendencia decreciente en el año. Así, la tasa de interés del crédito para microempresas disminuyó desde 24,7 hasta 23,8 por ciento, entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007, en tanto que para los créditos comerciales la caída fue de 9,9 a 9,2 por ciento en el mismo período.

En el mercado de renta fija, la curva de rendimientos de bonos soberanos se elevó en los tramos cortos y de hasta aproximadamente 15 años, reflejando el cambio de la posición de la política monetaria del Banco Central y la mayor percepción de riesgo país ante la expectativa de una desaceleración por parte de la economía norteamericana como consecuencia de la crisis del mercado hipotecario *subprime* a mediados de 2007. La fortaleza del Nuevo Sol frente al dólar no fue suficiente para revertir esta tendencia. Las tasas de los plazos más cortos tuvieron mayores incrementos. Así, la tasa del bono a 1 año (que vence en 2008) aumentó 24 puntos (a 5,63 por ciento), mientras que la tasa del bono a 10 años (que vence en 2017) aumentó 6 puntos (a 6,31 por ciento). Por el contrario la tasa a 20 años (que vence en 2027) disminuyó 20 puntos porcentuales a 6,42 por ciento.



Las tasas de corto plazo, representadas por los Certificados de Depósito del BCRP, se incrementaron como respuesta al ajuste de la posición de la política monetaria del BCRP. Así, la tasa a 1 año subió 72 puntos básicos, desde 5,13 por ciento en diciembre de 2006 hasta 5,85 en diciembre de 2007, superando al incremento de la tasa de referencia del BCRP (50 puntos), lo que refleja la percepción del mayor riesgo país por parte de los inversionistas.

**3. Agregados monetarios**

Los agregados monetarios experimentaron un alto crecimiento en el año 2007 debido a factores tales como el mayor crecimiento de la actividad económica, el proceso de desdolarización y bancarización. Para mantener ancladas las expectativas de inflación dentro del rango meta de la política monetaria, el BCRP incrementó su tasa de interés

de referencia hasta en dos ocasiones, en julio y setiembre, lo que afectó ligeramente el crecimiento de los agregados más estrechos. No obstante, en general los agregados registraron tasas de crecimiento mayores que las de los años precedentes, en particular para el caso de los agregados en nuevos soles como consecuencia del proceso de desdolarización y bancarización.

**Emisión primaria y circulante**

Los saldos promedio de la emisión primaria y del circulante aumentaron en 2007 a una tasa de 24,6 por ciento, mayor a sus crecimientos correspondientes del año previo (17,2 y 17,3 por ciento, respectivamente). Estas tasas de crecimiento son consistentes con la mayor demanda por nuevos soles debido al crecimiento de la actividad económica y a la desdolarización.



En términos promedio, el incremento de la emisión primaria en 2007 en 24,6 por ciento -así como de la liquidez en moneda nacional del sector privado en 31,5 por ciento- fue consistente con un crecimiento promedio del PBI nominal de 11,8 por ciento, la caída de la velocidad de circulación del dinero de 15,0 por ciento y un aumento del multiplicador bancario de 5,6 por ciento. El incremento del multiplicador promedio estuvo asociado principalmente a la disminución de la preferencia por circulante de 32,4 a 29,6 por ciento, entre 2006 y 2007.

El flujo de emisión primaria durante el año 2007 fue de S/. 3 916 millones y tuvo como principal fuente de expansión a las operaciones cambiarias del BCRP (S/. 21 914 millones o US\$ 7 070 millones), las cuales comprendieron a las compras de moneda extranjera

**CUADRO 46**  
**LIQUIDEZ PROMEDIO EN NUEVOS SOLES DEL SECTOR PRIVADO**  
(Variaciones porcentuales promedios del año)

	Deflactor del PBI	Variación del PBI		Liquidez en moneda nacional	Velocidad de circulación	Componentes de la oferta monetaria	
		Real	Nominal			Emisión	Multiplicador
2005	3,1	6,7	10,0	34,6	-18,2	28,3	4,9
2006	8,3	7,6	16,5	17,9	-1,2	17,2	0,6
2007	4,8	9,0	11,8	31,5	-15,0	24,6	5,6

Fuente: BCRP.

**CUADRO 47**  
**OPERACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**  
(En millones de nuevos soles)

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>I. POSICIÓN DE CAMBIO</b>	<b>4 315</b>	<b>6 917</b>	<b>2 518</b>	<b>11 696</b>	<b>26 464</b>
(Millones de US\$)	1 242	2 056	811	3 636	8 536
1. Operaciones cambiarias	998	1 854	767	2 861	7 070
A. Operaciones en la Mesa de Negociación	1 050	2 340	2 699	3 944	10 306
B. Sector público	-51	-487	-1 935	-1 084	-3 275
C. Otros	-1	2	3	1	39
2. Resto de operaciones	244	202	44	775	1 466
<b>II. ACTIVO INTERNO NETO</b>	<b>-3 560</b>	<b>-5 252</b>	<b>-438</b>	<b>-10 016</b>	<b>-23 275</b>
1. Depósitos del Sector público	-921	-721	-2 821	-5 434	-6 751
2. Compra temporal de títulos valores	-170	0	2 850	-2 850	0
3. Certificados de Depósitos BCRP	-2 462	-4 158	578	-389	-13 393
4. Certificados de Depósitos Reajutable BCRP	319	0	-1 202	1 202	0
5. Depósitos overnight	65	-52	-8	-188	227
6. Encaje en moneda nacional	7	-148	4	63	-157
7. Resto	-398	-173	160	-2 420	-3 201
<b>III. CIRCULANTE</b>	<b>755</b>	<b>1 665</b>	<b>2 080</b>	<b>1 680</b>	<b>3 189</b>
Nota: Saldo a fin de periodo					
- CDBCRP	4 097	8 255	7 676	8 066	21 458
- Depósitos del sector público	1 196	1 918	4 738	10 172	16 924

Fuente: BCRP.

en Mesa de Negociación (S/. 32 057 millones o US\$ 10 306 millones), parcialmente compensadas por las ventas netas de dólares al sector público (S/. 10 263 millones o US\$ 3 275 millones). Por el contrario, las principales operaciones monetarias que contrajeron la emisión primaria fueron las colocaciones netas de Certificados de Depósito del BCRP (S/. 13 393 millones) y los mayores depósitos del sector público en el BCRP (S/. 6 751 millones).

### Liquidez de las sociedades de depósito

La liquidez de las sociedades de depósito en moneda nacional incrementó su tasa de expansión de 17,9 por ciento en 2006 a 34,1 por ciento en 2007.



Sin embargo, a diferencia del año anterior, los depósitos a plazo fueron el componente más dinámico de la liquidez en nuevos soles, que crecieron 51,8 por ciento contra 10,4 por ciento en 2006, lo que reflejó la preferencia del público por activos para reserva de valor.

**CUADRO 48**  
**LIQUIDEZ Y AHORRO DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO EN MONEDA NACIONAL**

	Saldos en millones de nuevos soles			Tasas de crecimiento	
	2005	2006	2007	2006	2007
Circulante	10 036	11 687	14 857	16,5	27,1
Depósitos a la vista	5 453	7 231	9 895	32,6	36,8
Depósitos de ahorro	5 767	6 658	8 547	15,5	28,4
Depósitos a plazo	6 630	7 318	11 111	10,4	51,8
Valores y otros	581	678	594	16,8	-12,4
<b>TOTAL</b>	<b>28 467</b>	<b>33 573</b>	<b>45 005</b>	<b>17,9</b>	<b>34,1</b>

Fuente: BCRP.

Por su parte, la liquidez en dólares aumentó a una tasa de 18,3 por ciento, superior a la del año anterior (12,7 por ciento), también por un mayor crecimiento de los depósitos a mayores plazos. Los depósitos a plazo en dólares explicaron el 58 por ciento del flujo de

**CUADRO 49**  
**LIQUIDEZ Y AHORRO DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO EN MONEDA EXTRANJERA**

	Saldos en millones de US Dólares			Tasas de crecimiento	
	2005	2006	2007	2006	2007
Depósitos a la vista	2 235	2 668	3 368	19,4	26,2
Depósitos de ahorro	2 331	2 654	2 837	13,9	6,9
Depósitos a plazo	5 102	5 607	6 777	9,9	20,9
Valores y otros	137	120	86	-12,1	-28,2
<b>TOTAL</b>	<b>9 805</b>	<b>11 049</b>	<b>13 068</b>	<b>12,7</b>	<b>18,3</b>

Fuente: BCRP.

**Crédito al sector privado**

La tasa de crecimiento del crédito total al sector privado en 2007 fue 28,0 por ciento, la mayor desde 1997. La tasa de crecimiento del crédito en nuevos soles fue 37,9 por ciento, mayor que la de 2006 (30,2 por ciento), mientras la tasa de crecimiento del crédito en dólares fue 29,5 por ciento, mayor también que en 2006 (3,9 por ciento). El coeficiente de dolarización del crédito al sector privado disminuyó de 60 a 57 por ciento.

**GRÁFICO 29**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES**  
(Variación porcentual anual, fin de periodo)



La expansión del crédito en nuevos soles se debió principalmente a préstamos otorgados por empresas bancarias (42,6 por ciento, con un flujo anual de S/. 7 526 millones) y el Banco de la Nación (68,2 por ciento, con un flujo de S/. 907 millones). El crédito del segmento de micro finanzas registró un crecimiento de 13,9 por ciento (flujo de S/. 701 millones), menor que el de 2006 (44,5 por ciento). Las entidades más dinámicas en este segmento fueron las cajas rurales (44,8 por ciento).

En moneda extranjera, el crédito al sector privado se expandió a una tasa anual de 29,5 por ciento (con un flujo anual de US\$ 3 310 millones). La mayor parte de este crecimiento se explica por la mayor asignación de créditos de las empresas bancarias (flujo anual de US\$ 3 287 millones).

**CUADRO 50**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO SECTOR PRIVADO EN MONEDA NACIONAL**

	Saldos en millones nuevos soles			Tasas de crecimiento		Flujos	
	2005	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Empresas bancarias	13 105	17 669	25 195	34,8	42,6	4 564	7 526
Banco de la Nación	1 277	1 330	2 237	4,1	68,2	53	907
Banca de fomento	202	130	158	-35,8	21,6	-72	28
Instituciones de microfinanzas	3 985	5 058	5 759	26,9	13,9	1 072	701
Cajas municipales	1 848	2 400	3 193	29,9	33,0	552	793
Cajas rurales	348	462	669	33,0	44,8	115	207
Cooperativas de ahorro y crédito	634	758	952	19,6	25,6	124	194
Empresas financieras	1 156	1 437	945	24,3	-34,3	281	-493
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>18 570</b>	<b>24 186</b>	<b>33 349</b>	<b>30,2</b>	<b>37,9</b>	<b>5 617</b>	<b>9 163</b>

Fuente: BCRP.

**CUADRO 51**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO SECTOR PRIVADO EN MONEDA EXTRANJERA**

	Saldos en millones de US dólares			Tasas de crecimiento		Flujos	
	2005	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Empresas bancarias	10 041	10 370	13 657	3,3	31,7	329	3 287
Banco de la Nación	22	14	12	-37,4	-15,3	-8	-2
Banca de fomento	160	159	161	-0,7	1,1	-1	2
Instituciones de microfinanzas	573	673	696	17,4	3,5	100	23
Cajas municipales	292	349	370	19,4	6,2	57	21
Cajas rurales	56	55	48	-1,5	-12,5	-1	-7
Cooperativas de ahorro y crédito	188	224	250	19,0	11,6	36	26
Empresas financieras	37	46	28	22,5	-38,1	8	-17
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>10 796</b>	<b>11 216</b>	<b>14 525</b>	<b>3,9</b>	<b>29,5</b>	<b>420</b>	<b>3 310</b>

Fuente: BCRP.

#### 4. Empresas bancarias

Durante el año 2007, las empresas bancarias continuaron presentando mejoras en sus indicadores financieros, destacando tanto la reducción de la exposición patrimonial al riesgo de crédito, como la solarización de créditos y depósitos. La menor exposición al riesgo de crédito se reflejó en la reducción de la cartera atrasada de 1,6 por ciento en 2006 a 1,3 por ciento en 2007 y en el incremento de la cobertura de provisiones por cartera morosa, la cual pasó de 100,3 por ciento en 2006 a 124,4 por ciento en 2007.

La rentabilidad sobre patrimonio (ROE) se incrementó de 23,9 por ciento en 2006 a 27,9 por ciento en 2007, lo cual se dio a pesar de la reducción de márgenes de las operaciones activas y pasivas, debido a la mejora en la eficiencia de las empresas y a la inversión de los excedentes de liquidez en Certificados de Depósitos BCRP.

**CUADRO 52**  
**INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS**  
(En porcentajes)

	2005	2006	2007
Cartera atrasada / colocaciones brutas <sup>1/</sup>	2,1	1,6	1,3
provisión para colocaciones / cartera morosa <sup>2/</sup>	80,3	100,3	124,4
Ratio de rentabilidad del patrimonio (ROE)	22,2	23,9	27,9

1/ Créditos vencidos y en cobranza judicial.  
2/ Cartera atrasada más créditos refinanciados y reestructurados.  
Fuente: SBS.

La tasa de crecimiento de las colocaciones, tanto en nuevos soles como en dólares, fue mayor que en 2006. Las colocaciones en nuevos soles crecieron 46,9 por ciento siendo el segmento más dinámico el de créditos hipotecarios (105,1 por ciento) aunque por volumen este segmento es aun minoritario en soles. Los créditos de consumo en moneda nacional aumentaron notablemente registrando una tasa de crecimiento de 56,1 por ciento (flujo de S/. 3 406 millones) superior a la de 2006. Este crecimiento recoge, en parte, la incorporación de la ex financiera CMR cuyos créditos eran mayormente créditos de consumo en nuevos soles. Las colocaciones en dólares aumentaron 33,7 por ciento impulsadas principalmente por los créditos comerciales en esta moneda (39,6 por ciento).

Cabe destacar que durante el año se incorporaron dos nuevas entidades bancarias: la financiera CMR que se convirtió en Banco Falabella en junio y el Banco Santander en octubre.

**CUADRO 53**  
**CRÉDITOS DIRECTOS DE EMPRESAS BANCARIAS**

	EN MONEDA NACIONAL (Millones de nuevos soles)						
	Saldos fin de periodo			Flujos		Variaciones porcentuales	
	2005	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Comerciales	6 372	8 557	11 602	2 185	3 045	34,3	35,6
Microempresa	1 548	1 959	2 828	411	869	26,6	44,3
Consumo	4 269	6 075	9 480	1 806	3 406	42,3	56,1
Hipotecarios	275	793	1 627	518	834	188,6	105,1
<b>TOTAL</b>	<b>12 464</b>	<b>17 384</b>	<b>25 538</b>	<b>4 920</b>	<b>8 153</b>	<b>39,5</b>	<b>46,9</b>
	EN MONEDA EXTRANJERA (Millones de US\$)						
	Saldos fin de periodo			Flujos		Variaciones porcentuales	
	2005	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Comerciales	6 525	7 425	10 369	900	2,943	13,8	39,6
Microempresa	182	223	291	41	69	22,3	30,7
Consumo	586	690	908	105	217	17,9	31,5
Hipotecarios	1 807	1 960	2 196	153	236	8,5	12,1
<b>TOTAL</b>	<b>9 100</b>	<b>10 298</b>	<b>13 764</b>	<b>1 199</b>	<b>3 466</b>	<b>13,2</b>	<b>33,7</b>

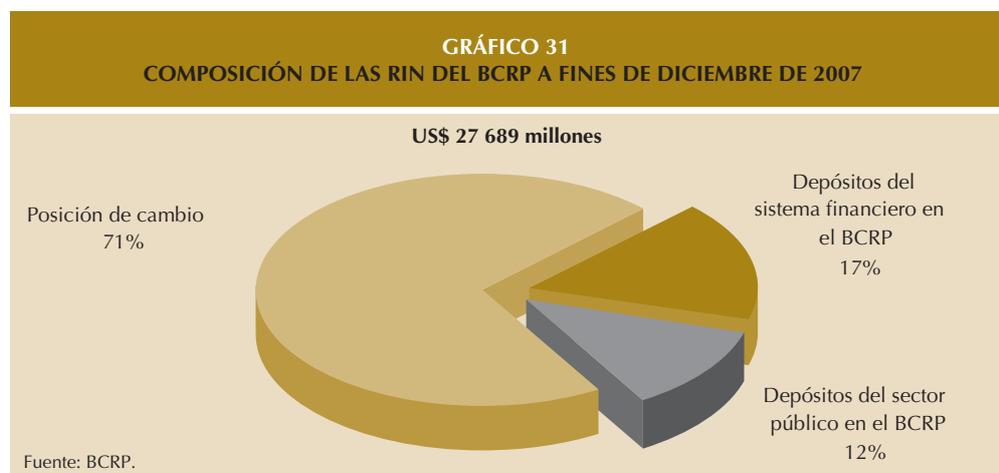
Fuente: SBS.

### 5. Reservas internacionales netas (RIN)

En el año 2007 continuó la mejora de la posición de la liquidez internacional del país, la cual se reflejó en un aumento de las RIN y de la posición de cambio del Banco Central de Reserva, las cuales alcanzaron saldos de US\$ 27 689 y US\$ 19 622 millones al cierre del año, respectivamente.



El aumento anual de las RIN (US\$ 10 414 millones) se explicó principalmente por el flujo de compras netas de moneda extranjera en Mesa de Negociación (US\$ 10 306 millones en el año). Contribuyeron asimismo al incremento de las RIN los mayores depósitos de las empresas del sistema financiero (US\$ 1 154 millones), los intereses netos de las inversiones (US\$ 773 millones), así como los mayores depósitos del sector público (US\$ 630 millones). Estos efectos se compensaron por el flujo de ventas netas de dólares al sector público, que fue de US\$ 3 275 millones durante el año.



La posición de cambio del BCRP se incrementó en US\$ 8 536 millones debido al alto volumen de compras netas durante el año, alcanzando un saldo de US\$ 19 622 millones a diciembre. Con ello la participación de la posición de cambio respecto de las RIN subió de 64 por ciento en diciembre de 2006 a 71 por ciento a finales de 2007. Otros componentes de las RIN (a diciembre) fueron los encajes y depósitos en dólares del sistema financiero en el BCRP (17 por ciento) y los depósitos en dólares del sector público (12 por ciento).

## 6. Ahorro financiero y mercado de capitales

El ahorro financiero incluye el total de obligaciones del sistema financiero con el sector privado, a excepción del dinero (billetes y monedas en poder del público y los depósitos a la vista). En 2007, el ahorro financiero se incrementó 33,4 por ciento con relación al año previo, incrementando su participación respecto al PBI de 30,3 por ciento a 36,1 por ciento. El componente más dinámico fue el ahorro en nuevos soles cuya participación con respecto al PBI aumentó desde 17,0 a 22,8 por ciento. A diferencia del año anterior, el crecimiento del ahorro financiero en nuevos soles se debió no sólo a los fondos privados de pensiones, sino también al crecimiento de los depósitos a plazo y los aportes a fondos mutuos, lo que evidencia la mayor aceptación del Nuevo Sol como depósito de valor por parte del público.

**CUADRO 54**  
**AHORRO FINANCIERO**  
(Saldos promedio del periodo, en porcentajes del PBI)

	Moneda Nacional	Moneda Extranjera	Total
1998	6,3	15,9	22,2
1999	7,1	17,7	24,8
2000	7,9	17,5	25,5
2001	9,1	17,5	26,6
2002	10,6	16,8	27,4
2003	12,1	16,3	28,4
2004	13,4	14,7	28,0
2005	15,4	13,6	29,0
2006	17,0	13,2	30,3
2007	22,8	13,3	36,1

Fuente: BCRP.

### Mercado primario de renta fija

Al cierre de 2007 el saldo de instrumentos de renta fija en circulación emitidos por empresas del sector privado aumentó 12 por ciento con relación a 2006 (17 por ciento considerando un tipo de cambio constante). El número de emisores, excluyendo a las empresas del sistema financiero, se incrementó de 51 a 55.

Por tipo de emisor, el saldo de instrumentos emitidos por empresas privadas no financieras (principalmente bonos corporativos) aumentó 11 por ciento, registrando un flujo anual de S/. 1 111 millones. Por monedas, la participación de los instrumentos en nuevos soles con respecto del total aumentó de 27 por ciento en diciembre de 2006 a 37 por ciento en diciembre de 2007. Ello implicó una pérdida de participación de los bonos en dólares,

de 64 por ciento a 55 por ciento. Hubo también un alargamiento de los plazos de las emisiones en nuevos soles. Así, en 2006 el 26 por ciento del saldo de bonos en soles eran emisiones a plazos de 5 años o más, mientras que en 2007 dicho porcentaje aumentó a 45 por ciento. Las empresas que realizaron las mayores emisiones en nuevos soles fueron Telefónica del Perú (S/.650 millones), Gloria (S/. 240 millones), Banco Continental BBVA (S/.185 millones) y Banco de Crédito del Perú (S/.180 millones). Los mayores emisores en dólares fueron Banco Continental BBVA (US\$ 114 millones), Relapasa (US\$ 78 millones) y Red de Energía del Perú (US\$ 60 millones).

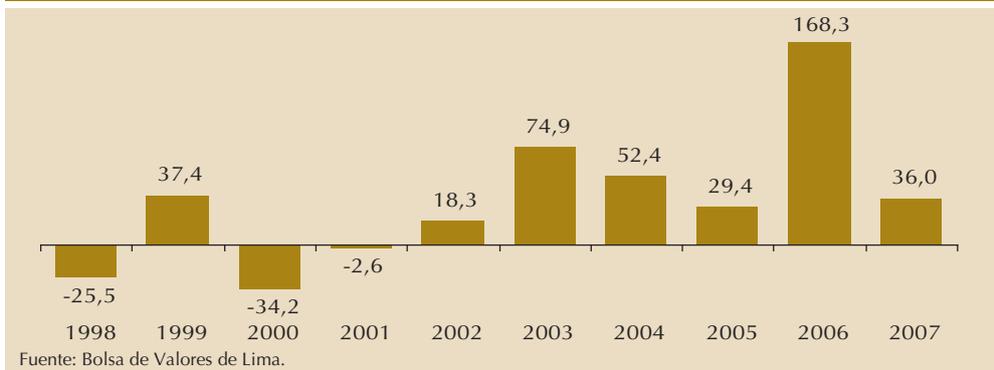
### Mercado bursátil

La Bolsa de Valores de Lima obtuvo en 2007 su sexto año consecutivo de ganancias registrando el Índice General (IGBVL) un rendimiento de 36,0 por ciento. El Índice Selectivo (ISBVL) -que registra las 15 acciones más representativas- tuvo a su vez un rendimiento anual de 31,0 por ciento. Cabe señalar que la bolsa peruana fue la segunda más rentable entre las bolsas latinoamericanas, después de la bolsa de Sao Paulo (43,6 por ciento).

Por sector económico, las acciones más rentables fueron las orientadas al mercado interno, como las industriales (69,4 por ciento) y agroindustriales (87,9 por ciento).

A lo largo del año la Bolsa tuvo un comportamiento diferenciado. Entre enero y julio el IGBVL acumuló un rendimiento de 81,8 por ciento, fundamentado principalmente en el crecimiento del mercado interno. Sin embargo, a partir de julio la Bolsa fue afectada por la crisis hipotecaria del mercado norteamericano y la consiguiente caída de las bolsas mundiales. El mes de noviembre el IGBVL registró la mayor caída mensual (15,9 por ciento) desde la crisis rusa de agosto de 1998, revirtiendo gran parte de lo ganado durante los meses previos.

**GRÁFICO 32**  
**ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA**  
(Rentabilidad anual 1998-2007)



El monto transado durante el año (S/.38,9 mil millones) creció 88,4 por ciento, siendo el segmento de mayor dinamismo el de renta variable, cuyos volúmenes negociados crecieron 96,5 por ciento con relación a 2006, mientras el segmento de renta fija registró un crecimiento de 35,0 por ciento. El valor de la capitalización bursátil aumentó 68 por ciento con relación a diciembre de 2006, alcanzando un nivel promedio equivalente a 95 por ciento del PBI (desde 63 por ciento en 2006).

Cabe señalar que en junio la Bolsa de Valores de Lima introdujo un nuevo índice de acciones denominado Índice Nacional de Capitalización (INCA), el mismo que incorpora a las 20 acciones más líquidas pero ponderadas con respecto a la capitalización bursátil del free-float de estas acciones.<sup>5</sup>

**CUADRO 55**  
**BOLSA DE VALORES**

	2005	2006	2007	Variaciones porcentuales	
				2006	2007
<b>ÍNDICES (fin de periodo)</b> <b>(Diciembre 1991 = 100)</b>					
Índice General Bursátil	4 802	12 884	17 525	168,3	36,0
Índice Selectivo Bursátil	7 681	22 159	29 035	188,5	31,0
Índice Selectivo Perú-15	8 440	24 959	34 039	195,7	36,4
<b>MONTOS NEGOCIADOS<sup>1/</sup></b> <b>(Millones de nuevos soles)</b>	<b>12 023</b>	<b>20 625</b>	<b>38 854</b>	<b>71,5</b>	<b>88,4</b>
Renta variable	8 754	17 916	35 197	104,7	96,5
Renta fija	3 268	2 708	3 657	-17,1	35,0
<b>CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL</b> <b>(Millones de nuevos soles)</b>	<b>124 062</b>	<b>192 364</b>	<b>324 118</b>	<b>55,1</b>	<b>68,5</b>
(Millones de US\$)	36 170	60 114	108 039	66,2	79,7
(Porcentaje del PBI)	47,4	63,0	95,0		

1/ Sólo operaciones al contado.  
Fuente : Bolsa de Valores de Lima.

Durante el año el valor de los títulos de renta variable y renta fija registrados en CAVALI creció 83 por ciento, de US\$ 31 115 millones en diciembre de 2006 a US\$ 56 941 millones en diciembre de 2007. El valor de las tenencias de acciones, valuadas a precios de mercado, creció 101 por ciento con relación a 2006, alcanzando un valor de US\$ 43 818 millones. A valor nominal, dicho crecimiento fue 25 por ciento siendo el saldo final igual a US\$ 7 257 millones. La participación de los inversionistas no residentes (valuadas a precios de mercado) se incrementó de 43 a 48 por ciento.

<sup>5</sup> Se considera free float a la sumatoria de aquellas acciones en poder de comitentes con una participación menor o igual al 1 por ciento de las acciones en circulación del respectivo valor.

**CUADRO 56**  
**TENENCIAS DE ACCIONES EN CAVALI, A VALOR NOMINAL Y A VALOR DE MERCADO**

	Saldos en millones de dólares			Participación %	
	2005	2006	2007	2006	2007
<b>A VALOR NOMINAL</b>	<b>5 052</b>	<b>5 825</b>	<b>7 257</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Residentes	3 340	3 595	3 890	62	54
No residentes	1 712	2 230	3 367	38	46
<b>A VALOR DE MERCADO</b>	<b>14 265</b>	<b>21 805</b>	<b>43 818</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Residentes	7 517	12 491	22 972	57	52
No residentes	6 748	9 314	20 846	43	48

Fuente: CAVALI.

### Sistema privado de pensiones

A diciembre de 2007, el valor de los fondos privados de pensiones llegó a S/. 60 406 millones, monto superior en 32,6 por ciento al valor de cierre del año anterior. Con ello, el valor de dichos fondos con relación al PBI aumentó de 14,9 por ciento en 2006 a 17,7 por ciento en 2007. A su vez, el número de afiliados se incrementó 5,6 por ciento alcanzando los 4,1 millones.

**CUADRO 57**  
**SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES**

	2005	2006	2007
<b>Número de afiliados</b>			
En miles	3 637	3 882	4 101
Variación porcentual, fin de periodo	7,1	6,7	5,6
<b>Valor del Fondo</b>			
En millones de nuevos soles	32 223	45 547	60 406
Variación porcentual, fin de periodo	25,6	41,4	32,6
En porcentaje del PBI	12,3	14,9	17,7
<b>Rentabilidad (en porcentajes)</b>			
Nominal	20,2	28,3	25,0
Real	18,4	26,8	20,2

Fuente: SBS.

La rentabilidad real de los fondos de pensiones fue 20,2 por ciento, menor que la del año previo (26,8 por ciento), la más alta registrada desde el inicio del sistema en 1993, debido principalmente al menor retorno de las inversiones en acciones.

Debido al fuerte rendimiento que tuvo la Bolsa de Valores de Lima, sobre todo hacia la primera mitad del año, el fondo tipo 3 (de mayor riesgo) incrementó su participación con respecto del total desde 5,0 hasta 23,1 por ciento. El fondo tipo 2 (medio) en cambio, redujo su participación desde 89,1 hasta 71,9 por ciento.

**CUADRO 58**  
**SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES**

	2005	2006	2007
<b>Tipo de fondo (S/. Millones)</b>	<b>32 223</b>	<b>45 547</b>	<b>60 406</b>
Fondo tipo 1	2 270	2 667	3 044
Fondo tipo 2	29 740	40 599	43 427
Fondo tipo 3	213	2 281	13 935
<b>Participación porcentual</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Fondo tipo 1	7,0	5,8	5,0
Fondo tipo 2	92,3	89,1	71,9
Fondo tipo 3	0,7	5,0	23,1

Fuente: SBS.

Debido a la mayor flexibilidad otorgada a las inversiones en el exterior de las AFP, cuyo límite aumentó desde 12 por ciento (vigente a diciembre de 2006) hasta 15 por ciento (vigente a diciembre de 2007), estas inversiones aumentaron su participación desde 8,5 a 13,2 por ciento. Se incrementó también la participación de los bonos soberanos emitidos por el Tesoro Público, de 17,7 a 20,7 por ciento, incluyendo bonos globales en dólares. La participación de los valores corporativos cayó de 62,9 a 59,4 por ciento, principalmente por una caída de los instrumentos de titulización y cuotas de fondos de inversión. La participación de los depósitos se redujo de 5,5 a 2,0 por ciento.

**CUADRO 59**  
**ESTRUCTURA DE PORTAFOLIO DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES**  
(En porcentajes)

	2005	2006	2007
<b>a. Valores gubernamentales</b>	<b>20,3</b>	<b>19,1</b>	<b>21,9</b>
Bonos soberanos domésticos	13,8	14,5	19,7
Bonos Globales y Brady	1,8	3,2	1,0
Valores del Banco Central	4,7	1,3	1,3
<b>b. Empresas del sistema financiero</b>	<b>11,4</b>	<b>9,2</b>	<b>5,4</b>
Depósitos y certificados en moneda nacional	4,4	4,9	1,7
Depósitos y certificados en moneda extranjera	3,0	0,6	0,3
Bonos del sistema financiero <sup>1/</sup>	3,2	2,9	2,8
Acciones de empresas del sistema financiero	0,8	0,8	0,6
<b>c. Empresas no financieras</b>	<b>58,3</b>	<b>62,9</b>	<b>59,4</b>
Acciones comunes y de inversión	35,6	41,3	40,6
Bonos e instrumentos de corto plazo	11,1	12,1	13,5
Instrumentos de titulización	8,7	7,1	4,0
Fondos de inversión locales	2,8	2,4	1,3
<b>d. Inversiones en el exterior</b>	<b>10,1</b>	<b>8,5</b>	<b>13,2</b>
Fondos mutuos internacionales	9,5	6,3	10,6
Bonos internacionales	0,3	2,0	1,5
Depósitos en bancos del exterior	0,3	0,2	0,6
Acciones internacionales y ADS	0,0	0,0	0,5
<b>e. Resto<sup>2/</sup></b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>

1/ Incluye bonos de COFIDE y bonos corporativos de empresas del sistema financiero.

2/ Incluye operaciones en tránsito.

Fuente: SBS

### Fondos mutuos de inversión

Durante el año 2007, el patrimonio total administrado por los fondos mutuos de inversión creció 57,5 por ciento mientras que el número de participantes se incrementó en 64,3 por ciento, sobrepasando los 275 mil a finales de año. El número total de fondos operativos aumentó de 35 a 36.

**CUADRO 60**  
**FONDOS MUTUOS<sup>1/</sup>**

	2005	2006	2007
<b>Número de partícipes</b>			
(En unidades)	115 447	167 492	275 126
Variación porcentual, fin de periodo	40,0	45,1	64,3
<b>Patrimonio de los fondos</b>			
En millones de nuevos soles	6 848	8 248	12 989
Variación porcentual, fin de periodo	18,0	20,4	57,5
En porcentaje del PBI	2,6	2,7	3,8
<b>Participación (en porcentajes)</b>			
Fondos mixtos	3,1	5,8	26,6
Fondos de renta fija	96,9	94,2	73,4
Soles	15,5	17,7	20,9
Dólares	81,3	76,5	52,4
Fondos estructurados	0,3	0,2	0,1
<b>Rentabilidades nominales (en porcentajes)</b>			
Fondos mixtos y de renta variable	6,2	19,6	5,1
Fondos de renta fija en nuevos soles	4,3	4,7	4,4
Fondos de renta fija en dólares <sup>2/</sup>	3,2	-2,5	-1,4
Fondos estructurados <sup>2/</sup>	-	-0,8	-2,6
<b>Rentabilidades reales (en porcentajes)</b>			
Fondos mixtos y de renta variable	4,6	18,3	1,1
Fondos de renta fija en nuevos soles	2,8	3,5	0,5
Fondos de renta fija en dólares	1,7	-3,6	-5,1
Fondos estructurados	-	-1,9	-6,3

1/ Se toman las cifras correspondientes al último día del año.  
2/ Tasa de interés en dólares más variación del tipo de cambio del periodo.  
Fuente: CONASEV y BCRP.

Por tipo de fondo, el mayor crecimiento se dio en los fondos mixtos, cuya participación aumentó de 5,8 a 26,6 por ciento, mientras que los fondos de renta fija redujeron su participación de 94,2 a 73,4 por ciento. Este crecimiento de los fondos de renta mixta se debió a la fuerte rentabilidad que tuvo la Bolsa en la primera mitad del año. La participación de los fondos mutuos en soles aumentó de 17,7 a 20,9 por ciento, lo que significó que el ratio de dolarización disminuyera de 81 por ciento en diciembre de 2006 a 69 por ciento en diciembre de 2007. Durante el año se incorporaron 108 mil nuevos partícipes al sistema de fondos mutuos, de los cuales 69 mil fueron hacia fondos en nuevos soles y 39 mil hacia fondos en dólares.

Las inversiones de los fondos mutuos se orientaron principalmente hacia la adquisición de acciones locales y valores del BCRP. La participación de las acciones locales sobre el total aumentó de 0,7 a 11,3 por ciento, mientras que la participación de los CDBCRP creció de 9,0 a 17,6 por ciento. Por el contrario, la participación de los bonos e instrumentos de corto plazo del sector privado disminuyó de 34,3 a 23,4 por ciento, así como los depósitos y bonos del sistema financiero (de 33,5 a 23,9 por ciento).

**CUADRO 61**  
**COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS MUTUOS**

	2005	2006	2007
<b>a. Valores gubernamentales</b>	<b>15,4</b>	<b>25,3</b>	<b>29,8</b>
Bonos soberanos domésticos	8,4	7,1	5,0
Bonos Globales y Brady	3,6	9,3	7,3
Valores del Banco Central	3,5	9,0	17,6
<b>b. Empresas del sistema financiero</b>	<b>42,3</b>	<b>33,5</b>	<b>23,9</b>
Depósitos en moneda nacional	6,9	7,6	4,8
Depósitos en moneda extranjera	21,8	15,3	9,4
Bonos del sistema financiero	13,5	10,5	8,9
Acciones y otros	0,0	0,1	0,7
<b>c. Empresas privadas no financieras</b>	<b>37,8</b>	<b>35,0</b>	<b>34,8</b>
Acciones comunes y de inversión	0,5	0,7	11,3
Bonos e instrumentos de corto plazo	37,3	34,3	23,4
<b>d. Inversiones en el exterior</b>	<b>2,0</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>
<b>e. Otros <sup>1/</sup></b>	<b>2,5</b>	<b>1,0</b>	<b>5,2</b>

1/ Incluye operaciones de reportes y operaciones de pacto.  
Fuente: Conasev.